

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN
YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ
ETKİLERİNİN İNCELENMESİ**

Mengü Hafize ÖZAN

Danışman
Prof. Dr. Berna TANER

2010

Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Mengü Hafize ÖZAN

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi

Mengü Hafize ÖZAN

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Finansman Programı

İşletmelerin varlığını sürdürmek, artan rekabet koşulları ile faaliyetlerini genişletmek ve değerini artırmak için almış oldukları finansal kararlar, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında göz önünde buldukları mikro düzeydeki faktörler içerisinde yer almaktadır. Çalışmada; işletmelerde alınan finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin ve yatırımcıların bu kararlar karşısında gösterdikleri eğilimlerin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın bulgularına göre; işletmelerin finansal performansını olumlu yönde etkileyebilecek kararların genel olarak yatırımcıların yatırım kararlarını olumlu yönde etkilediği, kötü performansa işaret eden kararların ise olumsuz yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, yatırımcıların yatırım kararlarını verirken çeşitli psikolojik ön yargıların etkisinde kaldıkları ve rasyonel olmayan davranışlar sergiledikleri sonucuna varılmıştır. Bu bulguların, bu alanda yapılmış benzer çalışmaların sonuçlarını destekler nitelikte olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kararlar, Davranışsal Finans, Yatırımcı Davranışları.

ABSTRACT

Postgraduate Thesis

Analyzing the Effects of Financial Decisions on Investor's Behaviors

Mengü Hafize ÖZAN

Dokuz Eylül University

Institute of Social Sciences

Department of Business Administration

Finance Program

Financial decisions taken by companies in order to survive, compete and to enlarge the operations are one of the micro level factors that investors take into consideration when making investment decisions. In this study; it is aimed to analyze the effect of financial decisions taken by companies on investors' investment decisions and investors' biases in view of these financial decisions. According to the main findings of this study; financial decisions that positively affect the financial performance of companies, generally affect investors positively and the decisions that indicates poor performance for businesses affect investors negatively. However it is seen that investors are affected by the psychological biases when investing as a result they behave irrationally. These findings are in line with the results of previous studies in the same field.

Key Words: Financial Decisions, Behavioral Finance, Investors' Behaviors.

**İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN
YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN
İNCELENMESİ**

YEMİN METNİ	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR	xiii
ŞEKİL VE TABLO LİSTESİ	xiv
GİRİŞ.....	1

**BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL YÖNETİM KARARLARI**

1.1. Finansal Yönetim Kavramı	3
1.1.1. Finansal Yönetimin Amaçları.....	4
1.1.2. Finansal Yönetimin Temel İlkeleri	5
1.2. Finansal Kararlar	5
1.2.1. Finansal Kararları Etkileyen Faktörler	6
1.2.1.1. İşletme İçi Faktörler.....	6
1.2.1.1.1. İşletmenin Niteliği.....	6
1.2.1.1.2. İşletmenin Büyüklüğü	7
1.2.1.1.3. İşletmenin Hukuki Yapısı.....	7
1.2.1.1.4. İşletmenin Kar Dağıtım Politikası	8
1.2.1.1.5. Sermaye Maliyeti	8
1.2.1.2. İşletme Dışı Faktörler	9
1.2.2. Finansal Karar Türleri	9
1.2.2.1. Yatırım Kararları	10
1.2.2.1.1. Yatırım Kararlarının Önemi	10
1.2.2.1.2. Yatırımların Çeşitli Yönlerden Sınıflandırılması	11
1.2.2.1.2.1. Yatırımların Ekonomik Ömürlerine Göre Sınıflandırılması	11

1.2.2.1.2.2. Yatırımların Riske Göre Sınıflandırılması.....	12
1.2.2.1.2.3. Yatırımların Diğer Projelere Bağımlılığına Göre Sınıflandırılması	13
1.2.2.1.3. Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri.....	14
1.2.2.1.3.1. Karlılık Oranı Yöntemi.....	15
1.2.2.1.3.2. Geri Ödeme Süresi Yöntemi.....	16
1.2.2.1.3.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi	17
1.2.2.1.3.4. Karlılık İndeksi (Net Bugünkü Değer Oranı) Yöntemi	19
1.2.2.1.3.5. İç Karlılık Oranı Yöntemi.....	20
1.2.2.1.3.6. Değiştirilmiş İç Karlılık Oranı Yöntemi.....	21
1.2.2.2. Finansman Kararları.....	22
1.2.2.2.1. Finansman Kaynakları.....	23
1.2.2.2.1.1. Kısa Vadeli Finansman Kaynakları.....	23
1.2.2.2.1.1.1. Kısa Vadeli Ticari Krediler	24
1.2.2.2.1.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri	24
1.2.2.2.1.1.3. Kısa Vadeli Bonolar	24
1.2.2.2.1.1.4. Dış Ticaret Finansman Olanakları.....	24
1.2.2.2.1.1.5. Diğer Kaynaklar	25
1.2.2.2.1.2. Orta Vadeli Finansman Kaynakları.....	25
1.2.2.2.1.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri	25
1.2.2.2.1.2.2. Rotatif (Dönen) Krediler	25
1.2.2.2.1.2.3. Teçhizat (Taksitli Donanım) Kredileri	26
1.2.2.2.1.2.4. Orta Vadeli Satıcı Kredileri	26
1.2.2.2.1.2.5. Finansal Kiralama.....	26
1.2.2.2.1.3. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları	27
1.2.2.2.1.3.1. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar (Dış Kaynaklar)	27
1.2.2.2.1.3.1.1. Uzun Vadeli Banka Kredileri	27
1.2.2.2.1.3.1.2. Tahvil İhracı	27
1.2.2.2.1.3.1.3. İpotek Karşılığı Kredi	28
1.2.2.2.1.3.1.4. Diğer Kaynaklar.....	28
1.2.2.2.1.3.2. Özkaynaklar	28
1.2.2.2.1.3.2.1. Başlangıç Sermayesi	29

1.2.2.2.1.3.2.2. Otofinansman	29
1.2.2.2.1.3.2.2.1. Olağanüstü Karşılıklar	29
1.2.2.2.1.3.2.2.2. Olağanüstü Yedekler	29
1.2.2.2.1.3.2.3. Amortismanlar	30
1.2.2.2.2. Finansman Kaynaklarının Seçimi	30
1.2.2.2.2.1. Uygunluk	30
1.2.2.2.2.2. Maliyet	30
1.2.2.2.2.3. Risk	31
1.2.2.2.2.4. Esneklik	31
1.2.2.2.2.5. Zamanlama	31
1.2.2.2.2.6. Denetim	31
1.2.2.2.3. Sermaye Maliyeti ve Unsurları	32
1.2.2.2.3.1. Özsermaye Maliyeti	33
1.2.2.2.3.1.1. Adi Hisse Senedi Maliyeti	33
1.2.2.2.3.1.2. Dağıtılmayan Karların Maliyeti	36
1.2.2.2.3.1.3. Yeni Hisse Senetlerinin Maliyeti	38
1.2.2.2.3.1.4. Öncelikli Hisse Senetlerinin Maliyeti	38
1.2.2.2.3.1.5. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti	39
1.2.2.2.3.2. Borcun Maliyeti	40
1.2.2.2.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	41
1.2.2.2.3.4. Marjinal Sermaye Maliyeti	42
1.2.2.2.4. Optimal Sermaye Yapısı	43
1.2.2.2.4.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	44
1.2.2.2.4.2. Net Gelir Yaklaşımı	46
1.2.2.2.4.3. Geleneksel Yaklaşım	48
1.2.2.2.4.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı	49
1.2.2.3. Kar Dağıtım Kararları	50
1.2.2.3.1. Kar Kavramı	50
1.2.2.3.2. Karın Hesaplanması	51
1.2.2.3.2.1. Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Karın Belirlenmesi	51
1.2.2.3.2.2. Gelir Gider Karşılaştırması Yoluyla Karın Belirlenmesi	51
1.2.2.3.3. Kar Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler	52

1.2.2.3.3.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler	52
1.2.2.3.3.2. İşletmenin Likidite Durumu.....	52
1.2.2.3.3.3. İşletmenin Borçlanma Yeteneği.....	53
1.2.2.3.3.4. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler	53
1.2.2.3.3.5. Yeni Yatırım Planları	53
1.2.2.3.3.6. Karlılık Oranı	54
1.2.2.3.3.7. Şirketin Büyüme Hızı.....	54
1.2.2.3.3.8. İstikrarlı Kar Dağıtımını	54
1.2.2.3.3.9. Kontrolü Elde Bulundurma İsteği	55
1.2.2.3.3.10. Şirketin Ortak Yapısı.....	55
1.2.2.3.3.11. Vergi Yükü Farklılıkları	55
1.2.2.3.4. Kar Payı Dağıtım Politikaları	56
1.2.2.3.4.1. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası.....	56
1.2.2.3.4.2. Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası	56
1.2.2.3.4.3. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası	57
1.2.2.3.5. Kar Payı Dağıtım Şekilleri	57
1.2.2.3.5.1. Nakdi Kar Payı Dağıtımını	57
1.2.2.3.5.2. Nakdi Olmayan Kar Payı Dağıtımını	58
1.2.2.3.5.2.1. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımını	58
1.2.2.3.5.2.2. Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alarak Kar Payı Ödemesi	59
1.2.2.3.5.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Artırılması (Stock-Split).....	60
1.2.2.3.5.2.4. Hisse Senedi Bölünmesi	60

İKİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

2.1. Geleneksel Finans ve Davranışsal Finans.....	61
2.1.1. Geleneksel Finans Teorileri.....	61
2.1.1.1. Risk ve Belirsizlik Kavramları	62
2.1.1.2. Beklenen Fayda Teorisi	62

2.1.1.3. Bayesci Öğrenme Teorisi	64
2.1.1.4. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	64
2.1.2. Davranışsal Finans Kavramı.....	66
2.1.3. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi	69
2.1.4. Davranışsal Finans Teorilerinin Hareket Noktası: Yatırımcıların Eğilimleri.....	71
2.1.4.1. Yatırımcı Kavramı	71
2.1.4.1.1. Bireyleri Yatırım Yapmaya Yönelten Etkenler	71
2.1.4.1.1.1. Kişisel Etkenler	72
2.1.4.1.1.2. Finansal Etkenler	75
2.1.4.1.1.3. Çevresel Etkenler	76
2.1.4.1.2. Yatırımcı Profilleri	77
2.1.4.1.2.1. Riski Seven Yatırımcı.....	78
2.1.4.1.2.2. Riskten Kaçan Yatırımcı.....	78
2.1.4.1.2.3. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcı	79
2.1.4.2. Yatırımcı Eğilimleri.....	79
2.1.4.2.1. Kendini Kandırma Eğilimi (Self Deception).....	80
2.1.4.2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi (Overconfidence Bias)	81
2.1.4.2.1.2. Aşırı İyimserlik Eğilimi (Optimism Bias)	82
2.1.4.2.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi (Self Attribution Bias)	83
2.1.4.2.2. Duygusal Eğilimler (Emotional Bias)	83
2.1.4.2.2.1. Belirsizlikten Kaçınma Ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi (Ambiguity Aversion).....	84
2.1.4.2.2.2. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	85
2.1.4.2.3. Bilişsel Eğilimler (Cognitive Bias)	86
2.1.4.2.3.1. Temsil Etme (Örnekleri Genelleme) Eğilimi Representativeness Heuristic)	86
2.1.4.2.3.2. Demirleme (Dayanak Noktası Belirleme / Referans Alma) Eğilimi (Anchoring Heuristics)	87
2.1.4.2.3.3. Mevcudiyet (Ulaşılabilirlik) Eğilimi (Availability Heuristic)	89

2.1.4.2.3.4. Tutuculuk (Muhafazakarlık) Eğilimi (Conservatism Bias)	90
2.1.4.2.3.5. Doğrulama (Aşırı Veya Düşük Tepki Verme Eğilimi) (Confirmation Bias).....	91
2.1.4.2.3.6. Kayıptan Kaçınma Eğilimi (Loss Aversion)	92
2.1.4.2.3.7. Çerçeveleme Etkisi (Framing Effect).....	93
2.1.4.2.3.8. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting)	94
2.1.4.2.3.9. Kumarcı Tuzağı (Gambler Fallacy)	96
2.1.4.2.4. Sosyal Eğilimler	97
2.1.4.2.4.1.1. Sürü Psikolojisi (Temayüle Uyma Eğilimi) (Herd Behavior)	97
2.1.4.2.4.1.2. Bilgi Çağlayanı (Information Cascade)	98

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN İNCELENMESİNE YÖNELİK BİR ÇALIŞMA

3.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı.....	100
3.2. Araştırmanın Metodu.....	101
3.3. Araştırmanın Sınırları	102
3.4. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirmesi	103
3.4.1. Genel Değerlendirme	103
3.4.2. Hipotez Testleri.....	114
3.4.2.1. İşletmelerin Genişleme Yatırımı Yapma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki	114
3.4.2.2. İşletmelerin Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki	115
3.4.2.3. İşletmelerin Yatırımları Durdurma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri	116
3.4.2.4. İşletmelerin Banka Kredileri ile Finansman Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki	117

3.4.2.5. İşletmelerin Tahvil Çıkarma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	117
3.4.2.6. İşletmelerin Otofinsanman Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	118
3.4.2.7. İşletmelerin Sermaye Artırma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	119
3.4.2.8. İşletmelerin Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki	120
3.4.2.9. İşletmelerin Büyüme ya da Birleşme Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	120
3.4.2.10. İşletmelerin Bazı Faaliyetleri Durdurma ve Küçülme Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	121
3.4.2.11. İşletmelerin Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	121
3.4.2.12. İşletmelerin Nakdi Kar Payı Dağıtma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	122
3.4.2.13. İşletmelerin Hisse Senedi ile Kar Payı Dağıtım Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki	123
3.4.2.14. İşletmelerin Kar Payı Dağıtmama Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki.....	123
3.4.2.15. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi .	124
3.4.2.16. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Cinsiyet Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi	129
3.4.2.17. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Yaş Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi	134
3.4.2.18. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Medeni Durum Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi	137
3.4.2.19. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Eğitim Durumu Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi	141
3.4.2.20. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Yatırım Yapma Süresi Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi.....	146

SONUÇ	157
KAYNAKLAR	162
EKLER	171

1.1.1.1.KISALTMALAR

CAPM	Capital Asset Pricing Model
HDT	Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil
Inc.	Incorporation
İİBF	İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO	İstanbul Ticaret Odası
M-M	Modigliani-Miller
md.	Madde
NPV	Net Present Value
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜRMOB	Türkiye Serbest Muhasebeciler ve Yeminli Mali Müşavirler Odası Birliği
U.K.	United Kingdom
USA	United States of America

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Anket Katılımcılarının Cinsiyete Göre Dağılımı.....	103
Tablo 2: Anket Katılımcılarının Yaş Gruplarına göre Dağılımı	104
Tablo 3: Anket Katılımcılarının Medeni Duruma Göre Dağılımı	104
Tablo 4: Anket Katılımcılarının Eğitim Düzeyine Göre Dağılımı	104
Tablo 5: Anket Katılımcılarının Meslek Grubuna Göre Dağılımı	105
Tablo 6: Anket Katılımcılarının Yatırım Yaptıkları Yatırım Araçlarının Dağılımı ..	106
Tablo 7: Anket Katılımcılarının Hisse Senetlerine Yatırım Yaptıkları Süre	106
Tablo 8: Anket Katılımcılarının Hisse Senedi Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı	107
Tablo 9: Anket Katılımcılarının Hisse Senedi Yatırımlarını Yönlendiren Temel Bilgi Kaynakları	107
Tablo 10: Anket Katılımcılarının Yatırım Kararlarında Makro Düzeyde Etkili Olan Faktörlerin Önem Düzeyleri.....	108
Tablo 11: Anket Katılımcılarının Yatırım Kararlarında Mikro Düzeyde Etkili Olan Faktörlerin Önem Düzeyleri.....	109
Tablo 12: Finansal Kararların, Yatırımcının Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi ..	110
Tablo 13: Yatırımcı Eğilimleri	113
Tablo 14: Piyasayı Yakından Takip Etme Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi	125
Tablo 15: Bağımsız Örneklem Testi	126
Tablo 16: Cinsiyet Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi.....	129
Tablo 17: Bağımsız Örneklem Testi	132
Tablo 18: Yaş Grupları Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi.....	135
Tablo 19: Medeni Durum Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi	137
Tablo 20: Bağımsız Örneklem Testi	139
Tablo 21: Eğitim Durumu Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi	142
Tablo 22: Anlamlılık Testi	145
Tablo 23: Yatırım Yapma Süresi Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi	146

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....	45
Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri	47
Şekil 3: Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri	49
Şekil 4: Risk Karşısında Yatırımcı Profilleri	78
Şekil 5: Eğilimlerin Sınıflandırılması	80

GİRİŞ

İşletmenin varlığını sürdürmek, artan rekabet koşullarına paralel olarak faaliyetlerini genişletmek ve değerini artırmak için gereksinim duyulan tüm kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, en uygun yatırım alanına yatırılması ve sonucun kontrol edilmesi süreci olarak tanımlayabileceğimiz finans ve buna dönük olarak alınacak kararlar, finansal kararlar olarak nitelendirilebilir (Tufan, 2006: 11). İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar hem işletmenin mevcut durumu hakkında bilgi vermekte hem de gelecek ile ilgili planlarını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla bu kararlar kredi verenler, yatırımcılar ve devlet gibi tarafları yakından ilgilendirmektedir.

Taraflar arasında sermaye piyasasının en etkin unsuru ve piyasanın dayanağı olan bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarında birçok faktörden etkilenmektedir. Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, yatırım yapacakları işletmelerin finansal durum ve performansı, gelecekte yapmayı planladığı yatırımlar, kar payı dağıtım politikası gibi mikro düzeydeki faktörler ile ekonominin genel durumu, faiz oranları, siyasi istikrar gibi makro düzeydeki faktörleri göz önünde bulundurmaktadırlar. Yatırımcıların bu etkenler doğrultusunda ilgili bilgilere ulaşabilmeleri ve ulaşılan bilgileri doğru bir şekilde değerlendirerek karar vermeleri oldukça güçtür. Bu durum bireylerin, belirsizlik altında karar verirken, optimal istatistiksel modelleri uygulamak yerine zihinsel kısayollar (heuristics) kullanmalarına neden olmaktadır (Goldenberg, 2004: 131). Zihinsel kısayollar, insanların karar verirken akıl yürütmek yerine, geçmiş deneyimlerinden yararlanarak karar vermeleri durumunu ifade etmektedir. Bu süreç bireylerin çaba harcamadan, ulaştıkları bilgilerin tümünü dikkate almadan, tüm alternatifleri sistematik bir şekilde gözden geçirmeden karar verdikleri bir süreçtir. Dolayısıyla karar verme sürecinde kısayolların kullanılması zaman tasarrufu sağlamakla beraber hatalı kararlar verilmesine, yargılama hatalarının ve eğilimlerinin (bias) ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmada, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen faktörlerden, finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin incelenmesi ve

yatırımcıların bu kararlar karşısında gösterdikleri eğilimlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde öncelikle finans ve finansal yönetim kavramlarına değinilmiş, daha sonra finansal kararlar hakkında bilgiler verilmiştir. Bu bölümde yatırım kararları, finansman kararları ve kar dağıtım kararları ayrı ayrı değerlendirilmiş, bu kararları etkileyen faktörlere, karar almada alternatifleri değerlendirirken göz önüne alınan yaklaşımlara, kararları uygulamada benimsenen yöntemlere yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise geleneksel ve davranışsal finans teorilerine yer verilmiş, bu teorilerin karşılaştırmalı olarak değerlendirmeleri yapılmıştır. Aynı zamanda davranışsal finansın gelişimi, teorik çerçevesi hakkında bilgiler verilmiştir. Davranışsal finansın hareket noktası olan yatırımcı eğilimleri detaylı olarak ortaya konmaya çalışılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise işletmelerin almış olduğu finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkilerinin incelenmesi amacıyla gerçekleştirilen anket çalışmasına ilişkin olarak sonuçlara yer verilmiş ve genel değerlendirmelerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YÖNETİM KARARLARI

1.2. Finansal Yönetim Kavramı

Finans kavramı özellikle son yıllarda, küresel ekonominin etki alanının genişlemesi, piyasaların hızı gelişim göstermesi gibi gelişmeler sonucu işletmelerin faaliyet alanlarının genişlemesi ve rekabet koşullarının artmasıyla büyük önem kazanmıştır (Ceylan, 2003:1-2).

İşletmeler artan rekabet koşulları içerisinde varlıklarını sürdürebilmek, faaliyetlerini aksatmadan yürütebilmek, yatırım yaparak büyümek ve değerlerini arttırmak durumundadırlar. Büyüme için gerekli olan yatırımlar belirli bir fon teminini gerektirmektedir. İşletmeler ihtiyaç duyulan fonların en uygun koşullarda teminini ve bu fonların en etkin şekilde kullanımını sağlayacak bir fonksiyona ihtiyaç duyarlar. Finansal yönetim, işletme için gerekli olan fonların en uygun kaynaklardan en uygun koşullarda temini ve bu fonların en etkin şekilde, en verimli yatırımlarda kullanımına yönelik uygulamaları kapsayan bir süreçtir (Poyraz, 2008: 3).

Geleneksel finans yaklaşımı fonların sadece tedarik boyutunu ele almış, finans yöneticisini ihtiyaç duyulan fon kaynaklarını araştırmak ve temin etmekle yükümlü kılmış ve yöneticinin işletme içi fonksiyonlardan çok işletme dışı fonksiyonlara öncelik vermesine neden olmuştur. Finans fonksiyonu bu tanımlayıcı niteliğini, yüzyılımızın ortalarına kadar sürdürmüş, daha sonraları fonların etkin kullanımı ve dağılımı görevini de üstlenerek analitik bir uzmanlık alanına dönüşmüştür. Finansal yönetimin fonksiyonlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Usta, 2008: 21);

- İşletmelerin yatırım ve faaliyet dönemlerinde ihtiyaç duydukları kısa, orta ve uzun vadeli fon kaynaklarını en uygun koşullarda tedarik etmek,

- Tedarik edilen fonları işletmenin varlığını sürekli kılmak ve değerini arttırmak amacıyla en etkin şekilde kullanmak,
- Ve belirtilen amaçlara yönelik kararlar almak.

1.2.1. Finansal Yönetimin Amaçları

Finansal yönetim amaçları (Usta, 2008: 21);

- Uygun finansal yapıyı oluşturmak,
- Özsermayenin güvenliğini korumak,
- Yeterli bir kar ve karlılık sağlamak,
- İşletmenin likiditesini korumak şeklinde özetlenebilir.

Bu temel amaçlarla birlikte finans yönetiminin kar ile ilgili şu kriterleri de ön planda tutması gerekmektedir:

- **Karın maksimizasyonu**

Kar, işletme başarısının temel kriteridir. Finans yönetimi de alternatifler arasından karlı yatırım alanlarını belirleyerek karı maksimize etmeyi amaçlamaktadır (Okka, 2006: 14).

- **Karlılığın maksimizasyonu**

Bir işletme için kar elde etmek ya da karı maksimize etmek tek başına başarı göstergesi olarak değerlendirilmemelidir. Karın yanı sıra kullanılan kaynaklar üzerinden kar oranını ifade eden karlılık oranının da yüksek olması gerekmektedir. Finans yönetimi kaynakların etkin kullanımını sağlamak için karlılığı da maksimize etmeyi amaçlamaktadır (Richard ve Diğerleri, 1995: 11).

- **İşletmenin cari piyasa değerinin maksimizasyonu**

Finans yönetiminin kar ile ilgili diğer bir amacı da işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini en yüksek düzeye çıkarmaktır. İşletme maksimum kar ve karlılık oranının yanı sıra maksimum cari piyasa değerine ulaştığında nihai hedeflerini gerçekleştirmiş olacaktır (Tükenmez ve Diğerleri, 1999: 11).

1.2.2. Finansal Yönetimin Temel İlkeleri

Finansal yönetim, işletme için uygun sermaye yapısı oluşturma, sermaye ihtiyacını karşılamak için fon tedarik etme ve elde edilen fonları yatırım alanlarında değerlendirme fonksiyonlarını yerine getirmede bazı ilkeler benimsemiştir. Bu ilkeler (Okka, 2006: 6);

- Kısa vadeli (geçici) fon ihtiyacının kısa vadeli kaynaklarla, orta vadeli (dönemsel) fon ihtiyacının orta vadeli kaynaklarla ve uzun vadeli fon ihtiyacının devamlı sermaye ile karşılanması,
- İşletme sermayesinin (dönen aktif) kısa vadeli borçlardan (dönen pasif) fazla olması ve böylece bir 'güvenlik marjı' (net dönen aktif) elde edilmesi,
- Stokların likidite derecesinin yüksek (hemen paraya çevrilebilir nitelikte) olması,
- Net dönen aktiflerin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi,
- Sermaye bileşimi içerisinde özkaynakların, uzun ve orta vadeli kaynakları karşılayabilecek düzeyde tutulması olarak belirtilebilirler.

1.3. Finansal Kararlar

Finansal kararlar işletmenin varlığını sürdürmek, artan rekabet koşulları ile faaliyetlerini genişletmek ve değerini artırmak için gerekli olan fonların hangi koşullarda hangi kaynaklardan temin edileceğini ve bu fonların hangi yatırımlarda ne

miktarda kullanılacağını belirleyen kararları kapsamaktadır. Bu bağlamda, gereksinim duyulan tüm kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, en uygun yatırım alanına yatırılması ve sonucun kontrol edilmesi süreci olarak tanımlayabileceğimiz finans ve buna dönük olarak alınacak kararlar, finansal kararlar olarak nitelendirilebilir (Tufan, 2006: 11). Finans yöneticisi alacağı kararlarda birçok değişkeni göz önüne almak ve bu değişkenlerin finansal kararlara yansıtacak etkilerini ölçmek zorundadır. Finansal kararları etkileyen faktörlerin bir kısmı kontrol edilebilen, bir kısmı ise kontrol dışı olan işletme içi ve işletme dışı faktörlerden oluşmaktadır.

1.3.1. Finansal Kararları Etkileyen Faktörler

Finans yöneticisinin karar almada göz önünde bulundurduğu faktörleri, işletme içi ve işletme dışı faktörler olarak ele almak mümkündür.

1.3.1.1 . İşletme İçi Faktörler

İşletme içi faktörler işletmenin yapısına ilişkin faktörlerdir. Bu faktörler işletmenin yapısıyla ilişkili olduklarından gerek görüldüğünde değiştirilmeleri mümkün olan, kontrol edilebilir değişkenleri kapsamaktadır.

1.3.1.1.1. İşletmenin Niteliği

İşletmeler gerçekleştirdikleri faaliyetler bakımından birbirlerinden farklılık göstermektedirler. İşletmenin niteliği, işletmenin ne tür faaliyetlerde bulunduğunu ve hangi fonksiyonları yerine getirdiğini ifade etmektedir. Farklı nitelikteki işletmelerin sermaye gereksinimleri ve yapıları da birbirlerinden farklı olacaktır. Örneğin endüstri işletmeleri faaliyetleri ve fonksiyonları gereği büyük sermayeye ihtiyaç duyarken, ticaret ve hizmet işletmelerinin sermaye gereksinimleri daha azdır. Endüstri işletmelerinin sabit sermaye ihtiyaçları fazla iken, hizmet üreten işletmelerde ve

ticari işletmelerde işletme sermayesi ihtiyacı fazladır. İşletmelerin niteliğinden kaynaklanan, sermaye yapısı ve ihtiyacında görülen bu farklılıklar fonların tedarik edileceği kaynakların ve temin edilen fonların kullanılacağı yatırımların belirlenmesinde büyük rol oynamaktadır (Usta, 2008:25).

1.3.1.1.2. İşletmenin Büyüklüğü

İşletme büyüklüğü işletmelerin faaliyet hacimlerine göre belirlenmektedir ve buna göre işletmeler büyük, orta ve küçük işletmeler olarak sınıflandırılabilir. Bir işletmenin büyüklüğü fon tedarik ve kullanım kararlarında önemli rol oynamaktadır. Büyük işletmelerin finansal yapıları güçlü olduğundan finansman koşulları daha elverişli ve fon tedarik olanakları daha fazladır. Küçük işletmeler ise istikrarsız finansal yapıları nedeniyle, sermaye tedarikinde daha elverişsiz koşullarla karşılaşmaktadırlar. Büyük işletmeler sermaye tedarikinde piyasadaki diğer taraflarla ilişkilerde güçlü olmanın ve yüksek kredibiliteye sahip olmanın avantajlarından yararlanabilmektedirler.

1.3.1.1.3. İşletmenin Hukuki Yapısı

İşletmelerin hukuki yapıları da nitelikleri ve büyüklükleri gibi birbirlerinden farklılık göstermektedir. Hukuki yapıları farklı işletmelerin finansman şekilleri de birbirlerinden farklı olacaktır. Örneğin anonim ortaklıklar halka açılma yoluyla finansman olanaklarına sahip iken, halka açılma olanağı bulunmayan diğer ortaklık türleri farklı yollarla finansman sağlamaktadırlar. Aynı şekilde bir adi şirket ile kamu iktisadi işletmesinin finansal yapısı ve finansman olanakları birbirlerinden çok farklıdır (Usta, 2008: 25).

1.3.1.1.4. İşletmenin Kar Dağıtım Politikası

İşletmelerin finansal kararlarını etkileyen diğer bir faktör de kar dağıtım politikalarıdır. Bu politika işletmenin elde ettiği karın dağıtılıp dağıtılmayacağını belirlemektedir.

İşletmeler bazı dönemlerde elde ettikleri karları dağıtmayıp işletme içerisinde bırakma kararı alabilmektedirler. Sermaye ihtiyacının bu şekilde karşılanmasına otofinansman tekniği denilmektedir. İşletmenin karı dağıtmak ya da dağıtmamak konusunda alacağı karar, karın işletme içinde veya işletme dışında kullanılması ile elde edilecek tahmini kazançların karşılaştırılmasıyla kesinleşmektedir (Ceylan, 2003: 231). Karın işletmede tutulması, işletme dışında herhangi bir sahada kullanılmasından daha fazla yarar sağlamayacaksa, karın dağıtılması ve fon ihtiyacının yabancı kaynaklardan sağlanması söz konusu olacaktır.

1.3.1.1.5. Sermaye Maliyeti

İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını ister özkaynaklarla isterse yabancı kaynaklarla karşılasın, her iki durumda da belirli bir maliyete katlanmak zorundadırlar. Sermaye maliyeti, kullanılan veya kullanılması planlanan kaynakların maliyetlerinin ağırlıklı ortalamalarının alınması yoluyla hesaplanmaktadır. Dolayısıyla finansman kararı verilmeden önce kaynak türlerinin ve bileşimlerinin ayrı ayrı maliyetleri incelenmeli ve en düşük maliyetli fonlar tercih edilmelidir.

Özkaynak yoluyla finansmanda hisse sahipleri açısından iki tür maliyet söz konusudur. Bunlardan birisi elde edilen karın dağıtılmamasıyla, hisse sahiplerinin gelirlerinde oluşan azalma, diğeri ise dağıtılmayan karların başka yatırımlarda kullanılmasından doğan alternatif maliyettir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 216).

Yabancı kaynak yoluyla finansmanda yine iki tür maliyet söz konusudur. Bu maliyetler de; işletmenin ödeme gücü olmadığından elden kaçıracağı ödeme

kolaylıklarının maliyeti ve ödeme gücü elde etmek için tedarik edilen dış kaynağın yüklediği maliyettir (Usta, 2008: 26).

1.3.1.2. İşletme Dışı Faktörler

İşletme dışı faktörler, daha önce de belirtildiği gibi, işletmenin yapısına ilişkin olmayan, dolayısıyla kontrol edilemeyen değişkenleri ifade etmektedir. Bu değişkenlere; ülke ekonomisi, kredi politikaları ve fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen değişiklikler, siyasi olaylar, hukuki düzenlemeler, piyasalardaki gelişim ve değişimler, teknolojik gelişmeler örnek olarak verilebilir. Ulusal ekonomi yönetimi enflasyonunun yükseldiği dönemlerde, aşırı emisyonundan kaçınma ve piyasadan para çekme yoluna gidecektir. Bu durumda işletmeler finansman yetersizliği, talep azalması ve üretimin yavaşlaması gibi sorunlarla karşılaşacaklardır. Yine kredi faizlerinin yükseldiği dönemlerde, dış kaynak ağırlıklı sermaye yapısını tercih etmiş olan işletmelerin sermaye maliyetleri yükselecektir. Hükümetin uyguladığı vergi, kredi ve teşvik politikaları da işletmelerin sermaye yapısı ve maliyeti ile yatırım kararlarını etkileyecektir (Usta, 2008: 26) .

İşletmenin faaliyet gösterdiği pazarın genişlemesi, ikame malların artması, ulaşım ve iletişimin hızlanması gibi gelişmeler de işletmenin sermaye ihtiyacının karşılanması ve yatırım alanlarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

İşletmelerin, finansman ve yatırım politikalarını belirlerken bu değişkenleri dikkatle takip etmeleri, değerlendirmeleri ve değişkenlerin olası etkilerini tahminlemeleri gerekmektedir.

1.3.2. Finansal Karar Türleri

Finansal kararlar işletmenin alacağı üç temel karar çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar; sermayenin tahsis edileceği yatırım alanlarının ve tutarının belirlenmesi ve sermayenin yeniden tahsisi kararlarını kapsayan yatırım

kararları, fon temin edilecek kaynakların ve sermaye bileşiminin belirlenmesi kararlarını kapsayan finansman kararları ve işletmenin elde ettiği karın dağıtılması / başka yatırım alanlarında kullanılması kararlarını kapsayan kar dağıtım politikalarıdır.

1.3.2.1 . Yatırım Kararları

Yatırım kavramı genel olarak gelecekte gelir elde etmek üzere yapılan harcamaların tümünü ifade etmektedir. İşletmeler açısından yatırım ise kaynakların gelir getirme beklentisiyle sabit aktiflere bağlanması anlamına gelir (Akgüç, 1998: 318). İşletmelerin gelecekteki varlıklarının en önemli güvencesi, bugünden planlayarak gerçekleştirdikleri yatırımlardır.

İşletmenin finans politikası, sermaye kullanım politikası ve sermaye tedarik politikası olarak ikiye ayrılmaktadır. Yatırım politikası da sermaye kullanım politikalarının içerisinde yer almaktadır. Böylelikle yatırım kararları; işletmenin temin ettiği fon kaynaklarının alternatif yatırım seçeneklerinden rasyonel olanının seçimi, kaynakların optimum kullanılması ile ilgili işletme kararları olarak ifade edilebilir (Usta, 2008: 30).

1.3.2.1.1. Yatırım Kararlarının Önemi

İşletmeler yatırım yaparken, sahip oldukları sermaye kaynaklarını bugünden sabit aktiflere bağlayarak uzun dönemde gelir elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu yönüyle yatırımlar ve dolayısıyla yatırım kararları, işletme karlılığını ve istikrarını etkileyen önemli bir faktör konumundadır. İşletmeler aldığı yatırım kararları ile değişen koşullara uyum yeteneğini ve gelecekte sahip olacağı finansal gücü belirlemektedirler. Hatalı yatırım kararları, yüksek maliyetle birlikte yatırımdan beklenen gelirin elde edilememesi ile gelir kaybına ve sermayenin yanlış alanda kullanılması ile sermaye kaybına yol açmakta, işletmenin finansal gücünü ve rekabet yeteneğini kaybetmesine, finansal riskinin artmasına neden olmaktadır.

İşletmelerin almış olduğu yatırım kararlarının sonuçlanması uzun bir süreci kapsadığından, finans yöneticisi karar vermedeki esnekliğini yitirebilmektedir. Yatırım kararı ile birlikte kaynaklar yatırım tamamlanıncaya kadar bu yatırıma tahsis edileceğinden, alınan bu kararlardan geriye dönülmesi büyük zararlara yol açacaktır. İşletme ancak bu zararı göze alarak kararları değiştirebilir ya da düzeltebilir (Tükenmez ve Diğerleri, 1999: 758). Hatalı yatırım kararları işletme için, sermayeyi karlı olmayan alanlara bağlamak, üretimde yüksek maliyetlere katlanmak ve alternatif yatırım fırsatlarını değerlendirememek gibi sonuçlar doğurabilmektedir.

Bununla birlikte, işletmenin fon kaynaklarının kıt oluşu yatırım alternatiflerinin dikkatlice değerlendirilmesi ve rasyonel seçimin yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle varlıklara yapılacak olan yatırım tutarının doğru bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Gereğinden fazla yatırım yapılması, işletmenin sabit gider yükünü artırırken, karlılığın azalmasına neden olacaktır. Varlıklara yapılan yatırımların gereğinden az olması işletmelerin çağdaş üretim tekniklerini kullanamamalarına, kaliteli ve düşük maliyetli üretim yapamamalarına ve sonuç olarak rakip işletmelerin gerisinde kalarak, pazar paylarında düşüşe neden olabilmektedir (Brigham, 1995: 330).

1.3.2.1.2. Yatırımların Çeşitli Yönlerden Sınıflandırılması

Sermaye yatırımları gösterdikleri özelliklere göre çeşitli yönlerden sınıflandırılabilir. Fabozzi ve Peterson (2002: 8) yatırımları ekonomik ömürlerine, risklerine ve diğer projelere olan bağımlılıklarına göre sınıflandırmıştır.

1.3.2.1.2.1. Yatırımların Ekonomik Ömürlerine Göre Sınıflandırılması

Yatırımlar, projenin ekonomik ömürlerine göre kısa veya uzun vadeli yatırımlar olarak sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmanın altında yatan temel neden paranın zaman değeridir. Projeler ekonomik ömürleri boyunca fayda sağlayabilmektedirler. Yatırım projelerinin ekonomik ömrü fiziksel yıpranma,

demode olma veya ürün için piyasada olan rekabetin şiddetine göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Bir yıllık süre zarfında fayda sağlayan yatırımlar kısa vadeli yatırımlar olarak adlandırılmaktadırlar. Bu yatırımlar genelde, işletmenin faaliyetlerini sürdürdürebilmesi için dönen varlıklara yaptığı yatırımları kapsamaktadır. Bir yıldan uzun sürede fayda sağlayan yatırımlar ise uzun vadeli yatırımlar veya sermaye harcamaları olarak tanımlanmaktadır. Uzun vadeli yatırımlar işletme faaliyetlerinin yürütülmesi için zorunlu olan arazi, bina, donanım gibi sürekli kullanım elemanlarının tedariki için yapılan harcamaları kapsamaktadır (Usta, 2008: 29).

1.3.2.1.2.2. Yatırımların Riske Göre Sınıflandırılması

Yatırımların gelecekte sağlayacağı nakit akımları aynı olsa bile bunların olasılık dağılımlarının birbirinden farklı olduğu durumlarda risk kavramı söz konusu olmaktadır. Bu yüzden projeler değerlendirilirken gelecekteki nakit girişlerinin riskliliğinin de dikkate alınması gerekmektedir.

Yenileme yatırımları mevcut faaliyet seviyesini korumak amacıyla yapılan yatırımlardır. Akgüç (1998: 323)'e göre bu tür yatırım harcamaları, firmanın üretimini sürdürdürebilmesi için, aşınmış yıpranmış, üretim gücünü yitirmiş veya teknolojik gelişmeler sonucu eskimiş, modası geçmiş duran varlıkların yenilenmesini kapsamaktadır.

Modernizasyon yatırım harcamaları, firmaların daha çok maliyet tasarrufu sağlamak, üretim kalitesini yükseltmek amacıyla yaptıkları yatırımları kapsamaktadır. Modernizasyon yatırımlarını bazı durumlarda yenileme yatırımlarından ayırt etmek güç olabilmektedir. Yenileme yatırımlarında amaç mevcut üretim kapasitesini sürdürmek olduğu halde modernizasyon yatırımlarında ise amaç, maliyet tasarrufu sağlamak ve/veya üretim kapasitesini yükseltmektir (Akgüç, 1998: 323).

Genişleme yatırımları firmanın mevcut üretim kapasitesinin ve pazarının arttırılmasını sağlamak amacıyla yapılabileceği gibi, firmanın yeni ürün ve piyasalara yönelmesini sağlamak amacıyla da yapılmaktadır. Firmalar mevcut ürünlerine olan talebi karşılamak amacıyla ek makine ve teçhizata yatırım yapmaktadır. Var olan ürün çıktı miktarını arttırmak veya pazarlama ve dağıtım olanaklarını genişletmek için yapılan yatırımlar bu grupta yer almaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 20). Şiddetli rekabetle karşı karşıya olan firmalar sürekli olarak yeni ürün ve piyasalara yönelmek durumundadırlar. Bu nedenle mevcut ürünlerine yeni ürünler ekleyerek veya yeni pazarlara yönelmek amacıyla da genişleme yatırımları yapmaktadırlar.

Firmalar bazı yatırımları tercih opsiyonu olmaksızın yapmak durumundadırlar. Bu tür yatırımlar devlet otoritesiyle genel kamu yararının korunmasını sağlamak üzere yapılması zorunlu yatırımlardır (mandated projects). Zorunlu yatırımlar, sağlık, iş güvenliği standartlarına uymak ve kirliliği önlemek üzere yapılan ve gelir getirmeyen yatırımlardır (Shapiro, 2005: 10). Fabrikaların bacalarına duman filtrelerinin takılması veya atık su tesislerinin kurulması zorunlu yatırımlara örnek olarak gösterilebilir.

1.3.2.1.2.3. Yatırımların Diğer Projelere Bağımlılığına Göre Sınıflandırılması

Yatırım projeleri birbirleri arasındaki ilişki ve etkileşimleri dikkate alınarak; bağımsız, birlikte imkânsız, bağımlı ve tamamlayıcı projeler olarak dört grupta incelenebilir. Projelerin bağımlılıklarına göre gruplandırması, yöneticilerin yatırımların birbirleriyle ilişkilerini iyi anlamasını sağlayarak karar alma sürecinde etkinlik sağlamaya yöneliktir.

Bağımsız yatırımlar (independent projects) nakit akımları diğer yatırımların nakit akımlarına bağlı olamayan yatırımlardır. Bir yatırım projesinin gerektirdiği giderler veya sağlayacağı para girişi diğer yatırım projelerinin kabul veya reddinden etkilenmiyorsa bu proje bağımsız olarak değerlendirilmektedir (Akgüç, 1998: 325). Örneğin, bir firmanın yeni üretim tesisi açma projesiyle yeni bir genel müdürlük

binası yapma projesi arasında her hangi bir ilişki bulunmamaktadır. Firma bu yatırım fırsatlarından birini veya her ikisini reddedebilir veya kabul edebilir.

Bir projenin kabulü diğer bir projenin kabulünü imkânsızlaştırıyorsa, bu tip projeler birlikte olanaksız (mutually exclusive) projeler olarak adlandırılmaktadırlar (Ross ve Diğerleri, 2002: 294). Bu tip yatırımlar birbirinin kuvvetli ikamesi olduklarından, birine yapılan yatırım, diğerine yapılacak olan yatırımdan sağlanacak yararı azaltmakta veya maliyetinin artmasına sebep olmaktadır.

Kabul edilmesi başka bir projeye bağlı olan projeler bağımlı projelerdir (contingent projects) (Shapiro, 2005: 11). Bu tip yatırımlarda bir yatırımın kabul veya reddedilmesinden diğer yatırımın nakit akımları etkilenmektedir.

Bir yatırım projesinin kabul edilmesi bir veya daha fazla yatırımın nakit girişlerinin artmasına sebep oluyorsa bu tip yatırımlar tamamlayıcı (complementary) yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Bilgisayar donanım ve yazılımı üreten bir firmanın, geliştirdiği yeni yazılıma uygun donanımlar üretmesi tamamlayıcı yatırımlara örnek olarak gösterilebilir.

1.3.2.1.3. Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri

Yatırım kararı alınmadan önce, alternatif yatırım olanakları belirlenmekte ve yatırımları değerlendirmek üzere çeşitli analizler yapılarak seçenekler karşılaştırılmaktadır. Yatırımları değerlendirmede kullanılan yöntemler paranın zamanın değerini dikkate alma ya da almama durumuna göre sınıflandırılmaktadır:

- Paranın Zaman Değerini Dikkate Almayan Yöntemler
 - Karlılık Oranı Yöntemi
 - Geri Ödeme Süresi Yöntemi
- Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Yöntemler
 - Net Bugünkü Değer Yöntemi

- Karlılık İndeksi Yöntemi
- İç Karlılık Oranı Yöntemi
- Değiştirilmiş İç Karlılık Oranı Yöntemi

1.3.2.1.3.1. Karlılık Oranı Yöntemi

Karlılık oranı kavram olarak, işletmenin bir yıl içerisinde elde etmiş olduğu net karın başlangıç yatırıma oranını ifade etmektedir. Karlılık oranı yöntemi yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan en pratik yöntemdir. Bu yöntem ile hem toplam yatırımın karlılığını hem de özsermaye karlılığını hesaplamak mümkündür (Sarıaslan ve Erol, 2008: 260).

Toplam yatırımın karlılığı (R); bir yatırımdan beklenen yıllık net karın (F), toplam ilk yatırım tutarına (I) oranını göstermektedir ve;

$$R= F/I$$

formülü ile ifade edilmektedir.

Özsermayenin karlılığı (Re); bir yatırımdan beklenen yıllık net karın (F), özsermayeye (Q) oranını göstermektedir ve;

$$Re= F/Q$$

formülü ile ifade edilmektedir.

Karlılık oranı hesaplamalarında, en uygun normal yılın seçilmesi hesaplamaların doğru yapılabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Normal yıl, bir projenin belirlenen ekonomik ömründe ulaşabileceği en büyük kapasiteye vardığı ve borçlarla ilgili geri ödemelerin hala devam ettiğini gösteren temsili bir yılı ifade etmektedir. Birden fazla normal yıl bulunması durumunda, net kar bakımından ortalamaya en yakın olan yıl seçilmelidir (Usta, 2008: 33-34).

Karlılık oranı yöntemine göre yatırımların değerlendirilmesinde, hesaplanan karlılık oranı yatırımcının beklediği karlılık oranı, diğer bir deyişle sermaye piyasasında geçerli olan karlılık oranı ile karşılaştırılmaktadır. Eğer hesaplanan karlılık oranı yatırımcının beklediği karlılık oranından büyükse yatırım önerisi kabul edilmektedir. Birden fazla yatırım önerisinin bulunduğu durumlarda, diğer tüm faktörlerin aynı kaldığı varsayımı altında, yatırımcının beklediği karlılığı sağlamak koşuluyla karlılık oranı en yüksek olan proje tercih edilecek ya da en öncelikli sıraya konacaktır (Sariaslan ve Erol, 2008: 261).

Karlılık oranı yöntemi her ne kadar en pratik yöntem olarak kabul edilse de, yöntemin bazı kısıtları da bulunmaktadır. Yöntem paranın zaman değerini göz önüne almamakta, tek bir yılın verilerine dayanmakta ve proje ömrünün diğer yıllarını dikkate almamaktadır. Ayrıca hesaplamalarda normal yıl olarak seçilen yılın projenin diğer tüm yıllarını temsil edip etmeyeceği tartışmalı olduğundan hesaplamaların doğruluk payı bilinmemektedir. Ancak yöntem bu kısıtlara rağmen yatırım projelerinin genel karlılığı konusunda ilk aşamada bilgi edinmek ve ön değerlendirme yaparak daha kapsamlı analizlere gerek olup olmadığına karar vermek amacıyla sıkça kullanılmaktadır.

1.3.2.1.3.2 . Geri Ödeme Süresi Yöntemi

Paranın zaman değerini dikkate almayan yöntemlerin diğeri de geri ödeme süresi yöntemidir. Geri ödeme süresi bir yatırımın sağladığı nakit akımlarının kaç dönem sonra o yatırım için kullanılan fon çıkışına eşit olacağı süreyi ifade etmektedir ve şu rasyo yardımı ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Geri Ödeme Süresi (GÖS)} = \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\text{Yıllık Net Nakit Akımları (Yıllık Kar + Amortisman)}}$$

Bu yöntemde hesaplanan geri ödeme süresinin sınır olarak belirlenen sürenin altında gerçekleşmesi halinde projenin kabulü söz konusudur. Birden fazla yatırım

önersinin bulunduğu durumlarda ise ödeme süresi en kısa olan proje tercih edilmektedir.

Ekonomik belirsizliklerin fazla olduğu riskli durumlarda, özellikle likidite güçlüğü yaşayan işletmelerde risk oranı yüksek yatırım projelerinin değerlendirilmesinde sıkça kullanılan bu yöntemin de bazı kısıtları bulunmaktadır. Yöntem geri ödeme süresi içindeki nakit akımlarının ya da karların zaman içerisindeki dağılımını ve paranın zaman değerini dikkate almamaktadır. (İto,1990: 137). Ayrıca bu yöntem geri ödeme süresinden sonra ortaya çıkan net nakit akımlarını göstermediğinden, karları daha sonraki işletme dönemlerinde ortaya çıkan projelerin reddedilmesine neden olabilmektedir.

1.3.2.1.3.3. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Net bugünkü değer, bir projenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamını ifade etmektedir. Yıllık nakit akımları belli bir iskonto oranı üzerinden yatırımın başlangıç yılına indirgenerek bugünkü değer elde edilmektedir. Net bugünkü değer (net present value) aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

Formülde;

NPV: Projenin net bugünkü değerini,

$\sum_{t=0}^n$: Projenin 0 yılından n yılına kadar tüm hayat süresini,

C_t : t yılındaki net nakit girişlerini

r : İskonto oranını ifade etmektedir.

Net bugünkü değer yönteminde veri olarak alınan iskonto oranının uygun bir şekilde belirlenmesi oldukça önemlidir. İskonto oranı sermaye piyasasındaki gerçek faiz oranına, yatırımda kullanılan sermayenin diğer alternatiflerde kullanılmasının

fırsat maliyetine, yatırımın ağırlıklı olarak uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi durumunda da faiz oranına dayanmalıdır (Usta, 2008: 36). Enflasyon dikkate alındığında Türkiye'deki faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle, hesaplanan değerlerin gerçek getiri olmadığı bilinmesinde yarar vardır (Konuralp, 2005: 90).

Bu yöntemde net bugünkü değeri pozitif olan proje kabul edilmektedir. Ekonomik ömürleri eşit birden fazla yatırım önerisinin mevcut olduğu durumlarda net bugünkü değeri en büyük olan proje tercih edilmektedir. Farklı ekonomik ömrü olan alternatif projelerde ise zaman etkisi giderilerek bulunan net bugünkü değerle seçim yapılmaktadır.

Farklı ekonomik ömrü olan projeler değerlendirilirken önce her projenin net bugünkü değeri bulunmaya çalışılmaktadır. Ardından her projenin ömrü sonunda yenilendiği ve bu durumun sonsuza kadar aynı şekilde tekrarlandığı varsayılarak net bugünkü değer bulunmaktadır.

Sonsuz ömrü olan projenin net bugünkü değeri sınırlı ömürle hesaplanan net bugünkü değer düzeltilmesi sonucu bulunmaktadır (Pamukçu, 1989: 52).

$$NPV_m = NPV \times \frac{(1+r)^t}{(1+r)^{t-1}}$$

Bu düzeltme sonucu alternatif projeler arasında seçim yapılarak en büyük net bugünkü değere sahip olan projenin uygulanması önerilmektedir.

Paranın zaman değerini, projenin tüm yaşam süresini ve sermayenin alternatif kullanım alanlarındaki fırsat maliyetini göz önünde tutması ve uygulanmasının kolay olması nedeniyle, yatırımcıların beklediği asgari karlılık düzeyini karşılayan yatırım projelerinin değerlendirilmesi ve en karlı yatırımın belirlenmesinde yaygın olarak kullanılan bu yöntemin bazı sakıncaları da mevcuttur. Yöntem nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranını projenin ekonomik ömrü boyunca sabit kabul etmektedir. Oysa iskonto oranı olarak sermaye maliyeti

baz alındığında, projenin ekonomik ömrü boyunca sermaye yapısı ve maliyeti zaman içerisinde değişecektir. Bu nedenle iskonto oranının doğru olarak belirlenmesi ve zaman içerisinde değişen oranların kullanılması gerekmektedir. Yatırım projelerinin gerçek karlılığını göstermediğinden yanlış yorumlamalara neden olması yöntemin diğer bir sakıncası olarak gösterilebilir. Ayrıca bu yöntem seçenekleri karşılaştırırken, yatırıma bağlanan fonların bugünkü büyüklüğünü dikkate almamaktadır. Bu yüzden yatırım önerileri arasından net bugünkü değeri en yüksek olan projeyi aynı zamanda karlılık oranı en yüksek olan proje olarak kabul etmek her zaman doğru olmayacaktır (Yılmaz, 1990: 182).

1.3.2.1.3.4. Karlılık İndeksi (Net Bugünkü Değer Oranı) Yöntemi

Karlılık indeksi, bir yatırım önerisinin net bugünkü değerinin (NPV), yatırımın bugüne indirgenmiş ilk yatırım tutarına (I) oranını ifade etmektedir. Bu oran yatırım seçeneklerini karşılaştırırken yatırımın büyüklüğünü dikkate almayan net bugünkü değer yönteminin eksikliğini gidermek amacı ile kullanılmaktadır. Karlılık indeksi şu formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$\text{Karlılık Oranı} = \frac{\text{NPV}}{\text{I}}$$

Karlılık indeksi, bugünkü değere indirgenmiş toplam başlangıç yatırımının bir biriminin hangi oranda net bugünkü değer yarattığını göstermektedir (Sarıslan ve Erol, 2008: 266). Böylece yatırım tutarları farklı projelerin karşılaştırılmasında büyük kolaylık sağlamaktadır.

Bu yöntemde, hesaplanan karlılık indeksinin pozitif olması durumunda proje kabul edilmektedir. Birden fazla yatırım seçeneğinin karşılaştırılması durumunda ise karlılık indeksi en büyük olan proje tercih edilmektedir.

1.3.2.1.3.5. İç Karlılık Oranı Yöntemi

İç karlılık oranı yatırımın net bugünkü değerini başlangıç yatırım tutarına ya da diğer bir deyişle sıfıra eşitleyen iskonto oranını ifade etmektedir (Pamukçu, 1989: 46). İç karlılık oranını matematiksel olarak şu formülle gösterilmektedir:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{C_t}{(1+r)^t} = 0$$

Burada;

NPV: Projenin net bugünkü değerini,

$\sum_{t=0}^N$: Projenin 0 yılından n yılına kadar tüm hayat süresini,

C_t : t yılındaki net nakit girişlerini

r : İç karlılık oranı ifade etmektedir.

İç karlılık oranı, bir projeye yatırılan sermayenin, projenin yaşam süresi boyunca taksitler halinde hangi oran üzerinden ödeneceğini gösteren bir değerdir. Bu yöntemde yatırım önerisinin kabulü hesaplanan iç karlılık oranının, yatırımcının yatırım projesinden beklediği karlılık oranından büyük olması koşuluna bağlıdır. Burada sınır kabul edilen oran en azından sermaye piyasasında uzun vadeli borçlara uygulanan faiz oranına eşit olmalıdır. Birden fazla yatırım önerisi arasında bir seçim söz konusu olduğunda ise yatırımcının beklediği karlılık oranından yüksek olmak koşulu ile iç karlılık oranı en yüksek olan proje tercih edilmektedir (Tükenmez ve Diğerleri, 1999: 791-792).

İç karlılık oranı yöntemi projeye yatırılan sermayenin karlılık oranını göstermekte ve projeyi üstlenen girişimciye projenin finansmanında borç kullanma gereksinimi duyduğu zaman ödeyebileceği maksimum faiz oranının ne olması gerektiği konusunda açık bir bilgi vermektedir. Ayrıca yöntem sermaye maliyetindeki küçük değişimlere fazla duyarlı olmadığından daha anlaşılır bir yöntemdir ve bu yönüyle net bugünkü değer yöntemine tercih edilmektedir.

Dolayısıyla bu yöntem finans yöneticisinin rasyonel kararlar almasında büyük rol oynamakta ve uygulamada yaygın olarak kullanılmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 270).

Paranın zaman değerini dikkate alan ve uygulamada sıkça kullanılan bu yöntemin de bazı kısıtları bulunmaktadır. Net nakit akımlarının normal olmadığı projelerde iç karlılık oranı ya hiç hesaplanmamakta ya da birden fazla sonuç elde edilmektedir (Akgüç, 1998: 352). Bir projenin net nakit akımlarının kuruluş döneminde yatırım yapıldığı için negatif, daha sonraki yıllarda ise gelir elde edildiği için pozitif olması beklenmektedir. Eğer net nakit akımları normal dağılım göstermezse iç karlılık oranı ya hiç hesaplanmaz ya da net nakit akımları kaç kez işaret değiştiriyorsa o kadar iç karlılık oranı hesaplanır. Dolayısıyla yöntem bu tür durumlarda anlamsızlaşmakta ve yanlış kararlar alınmasına yol açabilmektedir.

Ayrıca bu yöntem, birinin kabulü diğerinin reddini gerektiren yatırım önerilerinin karşılaştırılmasında yanlış seçimlere yol açabilmektedir. Çünkü bu yöntem net bugünkü değer yönteminin aksine yatırımların büyüklüğünden kaynaklanan toplam kar hacmini dikkate almamakta ve bu nedenle fonların atıl kalmasına neden olabilmektedir. Örneğin, yatırım maliyeti 250 milyon TL, iç karlılık oranı % 45 ve yatırım maliyeti 100 milyon TL, iç karlılık oranı %60 olan iki yatırım seçeneği bulunsun. İç karlılık oranı yöntemine göre iç karlılık oranı %60 olan ikinci proje tercih edilecektir. Bu durumda yatırımcının elinde $(250 - 100=150)$ milyon TL) fon atıl kalacaktır.

1.3.2.1.3.6. Değiştirilmiş İç Karlılık Oranı Yöntemi

Birinin kabulü diğerinin reddini gerektiren yatırım önerilerinin karşılaştırılmasında net bugünkü değer ve iç karlılık oranı yöntemleri, seçenek projelerin gerektirdiği ilk yatırım tutarları, net nakit akımlarının zamansal ve büyüklük olarak değişkenlik göstermesine bağlı olarak çelişkili sonuçlar verebilmekte ve yanlış seçim yapılmasına neden olabilmektedir. Değiştirilmiş iç karlılık oranı bu çelişkili durumları azaltmak ve iç karlılık oranını daha gerçekçi bir

oran olarak ifade etmek için hesaplanan bir orandır ve aşağıdaki formülle ifade edilmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 273):

$$DİKO = \frac{\sum_{t=m+1}^n C_t / (1+r)^{n-t}}{(1 + M)^n}$$

Bu yöntemde hesaplanan değiştirilmiş iç karlılık oranının, sermaye maliyetinden yüksek olduğu durumlarda projenin kabulü, aksi takdirde reddi söz konusudur. Yine birden fazla yatırım önerisi arasında bir seçim söz konusu olduğunda sermaye maliyetinden yüksek olmak koşulu ile değiştirilmiş iç karlılık oranı en yüksek olan proje tercih edilmektedir.

Yöntem, projenin yaşam süresi boyunca yarattığı fonların sermaye maliyeti üzerinden tekrar yatırıldığı varsayımına dayandığından daha gerçekçi bir karlılık oranını ifade etmektedir. Bu nedenle uygulamada iç karlılık oranı yöntemi yerine ya da onu tamamlayıcı yöntem olarak sıkça kullanılmaktadır.

1.3.2.2 Finansman Kararları

Yatırım kararları bölümünde yatırımların kalkınmanın temeli olduğuna, ülke ekonomisinin gelişiminde önemli bir rol oynadığına değinilmişti. Ülke ekonomisi açısından son derece önemli olan yatırımların gerçekleşmesi sanıldığı kadar kolay olmamaktadır. Yatırımların gerçekleştirilebilmesi için finans kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak bu finans kaynakları temin edildiği sürece yatırımlar gerçekleşmekte ve artmaktadır.

İşletmeler yatırımların finansmanında, hangi yatırımlarda hangi kaynakların kullanılacağını, ne kadar kaynağa ihtiyaç olduğunu belirlemek durumundadırlar. Finansman kararları yatırımların finansmanında ihtiyaç duyulan fon miktarını,

fonların hangi kaynaktan tedarik edileceğini belirlemeye yönelik kararları kapsamaktadır (Akgüç, 1998: 23).

1.3.2.2.1. Finansman Kaynakları

Yatırımların gerçekleştirilmesinde ve devam ettirilmesinde ihtiyaç duyulan finansman kaynakları vadelerine göre; kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir.

1.3.2.2.1.1. Kısa Vadeli Finansman Kaynakları

Kısa vadeli finansman kaynakları işletmenin faaliyet dönemi (1yıl) içerisinde geri ödemekle yükümlü olduğu borçları ifade etmektedir (Usta, 2008: 44).

Finansal yönetimde temel ilke kısa vadeli fon ihtiyacının kısa vadeli kaynaklarla, orta vadeli fon ihtiyacının orta vadeli kaynaklarla ve uzun vadeli fon ihtiyacının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir. Kısa vadeli finansman kaynakları genellikle işletme sermayesinin –alacak ve stokların- finansmanında kullanılmakla beraber bazı durumlarda, geçici bir süre için uzun vadeli yatırımların -duran varlık yatırımları- finansmanında da kullanılabilir (Okka, 2009: 496). Uzun vadeli kaynakların sağlanması, örneğin bankalardan kredi temini, tahvil çıkarılması, zaman alabileceğinden işletme yatırımdaki gecikmeyi önlemek amacıyla kısa vadeli kaynaklardan yararlanabilmektedir.

Kısa vadeli kaynaklar kısa vadeli ticari krediler, kısa vadeli banka kredileri, kısa vadeli bonolar, dış ticaret finansman olanakları ve diğer kaynaklar olmak üzere beş grupta incelenebilir.

1.3.2.2.1.1.1. Kısa Vadeli Ticari Krediler

İşletmelerin faaliyet konusu olan mal veya hammaddeyi diğer firmalardan kredili olarak satın almaları yoluyla edinmiş oldukları borçlar kısa vadeli ticari krediler ya da satıcı kredileri olarak ifade edilmektedir (Türko, 2002: 537). Genellikle stoklara yapılacak olan yatırımların finansmanında kullanılmaktadır.

1.3.2.2.1.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Kısa vadeli banka kredileri genellikle işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak üzere kullanılmaktadır. Duran varlıklara yapılacak olan yatırımların finansmanında kısa vadeli banka kredilerine başvurulması son derece sakıncalı bir durumdur. Ancak yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı geçici bir süre bu kaynaklardan yararlanılabilmektedir.

1.3.2.2.1.1.3. Kısa Vadeli Bonolar

Kısa vadeli bonolar para piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde büyük işletmelerin yararlanabileceği bir finansman kaynağıdır. Bu yöntem ile işletmeler vadeleri 2-6 ay arasında değişen bonoları diğer işletmelere, emekli ve tasarruf sandıklarına, hayat sigortası şirketlerine satarak finansman kaynağı sağlamaktadırlar.

1.3.2.2.1.1.4. Dış Ticaret Finansman Olanakları

İşletmeler ihracatın finansmanında ihracatçı lehine akreditif, kabul kredisi ve ihracat kredilerinden; ithalatın finansmanında satıcılar lehine akreditif, banka kabulü, garanti mektupları ve banka avansından yararlanabilmektedirler.

1.3.2.2.1.1.5. Diğer Kaynaklar

Diğer kısa vadeli kaynaklar, ödenecek giderler, ödenecek vergi, resim, harç ve sigorta primleri, alınan avanslar, alınan depozito ve teminatlar, devlet tarafından verilen işletme kredileri, finansman şirketlerinden sağlanan krediler olarak sıralanabilir (Ceylan, 2003: 141).

1.3.2.2.1.2. Orta Vadeli Finansman Kaynakları

Orta vadeli finansman kaynakları işletmenin bir yıl ile beş yıl arasında değişen borçlarını ifade etmektedir. Bu kaynaklar genellikle verim elde edilmesi bir yıldan fazla süren faaliyetlerin finansmanında kullanılmaktadır. Çünkü bu tür faaliyetlerin finansmanında kısa vadeli kaynakların kullanılması büyük güçlükler ortaya çıkarmakta, uzun vadeli kaynakların kullanılabilmesi için de daha önceden uzun süreli ön çalışmaların yapılmış olması gerekmektedir. İşte bu nedenlerle orta vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır (Usta, 2008: 46).

Orta vadeli finansman kaynakları, orta vadeli banka kredileri, rotatif krediler, teçhizat kredileri, orta vadeli satıcı kredileri ve finansal kiralama dır.

1.3.2.2.1.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri

Orta vadeli banka kredileri yeni, tevsi, yenileme, kalite düzeltme ve darboğaz giderme gibi yatırımların finansmanında kullanılmaktadır. Bunların yanı sıra işletme sermayesinin finansmanında da kullanılabilirler.

1.3.2.2.1.2.2. Rotatif (Dönen) Krediler

Rotatif krediler; orta süreli finansman ihtiyaçları için kullanılan, faizi sabit olmayan, faizleri üç ayda bir dönem sonlarında tahsil edilen kredi türüdür (Aydın ve

Diğerleri, 2008: 136). İstenildiği zaman istenildiği miktarda nakit kullanma imkanı bulunduğundan finansmanda esneklik sağlamaktadır.

1.3.2.2.1.2.3. Teçhizat (Taksitli Donanım) Kredileri

Teçhizat kredileri finansman kurumları tarafından uygulanan ve işletmelerin makine ve teçhizatların finansmanında yararlandıkları bir finansman kaynağıdır. Bu krediler makine ve teçhizat maliyetini uzun bir zaman dilimine yayarak işletmeler için büyük kolaylık sağlamakta ve başka yolla satın alamayacakları donanıma sahip olma imkanı sunmaktadırlar.

1.3.2.2.1.2.4. Orta Vadeli Satıcı Kredileri

Orta vadeli satıcı kredileri genellikle maddi duran varlık yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadırlar. Özellikle küçük işletmeler yeni makine ve donanımların finansmanında bu kredilerden yararlanmaktadır (Türko, 2002: 537).

1.3.2.2.1.2.5. Finansal Kiralama

Finansal kiralama, yatırımcının ihtiyaç duyduğu, fiyat ve kullanım süresi konusunda pazarlığını yapıp, kendi faaliyetleri için teknik özelliklerini uygun gördüğü makine, teçhizat, ekipman, yatırım malı veya diğer malların, leasing (kiralama) şirketi tarafından yatırımcının (yani kiracının) anlaştığı 3. şahıslardan kiralanarak, kiracıya malın kullanım hakkını veren bir sistemdir (Okka, 2009: 513).

Finansal kiralama işletmelere, satın alamayacakları makine, teçhizat gibi varlıkları uygun maliyetle kullanım hakkı veren bir finansman kaynağıdır.

1.3.2.2.1.3. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları

Uzun vadeli finansman kaynakları işletmenin beş yıldan daha uzun vadeli borçlarını ifade etmektedir. Uzun vadeli kaynaklar işletmenin kuruluş aşamasında ve yeni yatırımlar söz konusu olduğunda gerekli olmaktadır. Bu nedenle uzun vadeli kaynakların temini ve alternatifler arasında seçim yapılması işletmenin sıklıkla karşılaştığı bir durum değildir. Dolayısıyla uzun vadeli finansman konusunda alınacak kararlar uzun yıllar boyunca işletmenin faaliyetleri ve karı üzerinde etkili olacaktır (Aydın ve Diğerleri, 2008: 229).

Uzun vadeli finansman kaynaklarını (devamlı sermaye) uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklar olarak iki grupta incelemek mümkündür.

1.3.2.2.1.3.1. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar (Dış Kaynaklar)

Uzun vadeli yabancı kaynaklar işletme dışından sağlanan kaynakları ifade etmektedir. Bu kaynaklar da; uzun vadeli banka kredisi, tahvil ihracı, ipotek karşılığı kredi ve diğer kaynaklar olarak sınıflandırılabilir.

1.3.2.2.1.3.1.1. Uzun Vadeli Banka Kredileri

Yeni yatırımların finansmanında kullanılmak üzere genellikle kalkınma bankalarından sağlanan uzun vadeli kredilerdir.

1.3.2.2.1.3.1.2. Tahvil İhracı

İşletmeler tahvil ihracı ile halka doğrudan doğruya borçlanarak yatırımlarını finanse edebilmektedirler. Tahvil ihracı, işletmenin kendi garantisi veya bir bankanın garantisi ile halkın tasarruflarını toplamasıdır.

Tahvil ihracı bazı koşullara bağlanmıştır. İhraç edilerek tahvillerin miktar, faiz oranı ve ihraç koşulları için SPK' dan yazılı izin gerekmektedir.

Yatırımların finansmanında, primli tahviller, teminatlı tahviller, ikramiyeli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, şirket kazancına iştirak hakkı veren tahviller ve endeksli tahviller gibi tahvil turlerinden yararlanılabilmektedir (Türko, 2002: 566).

1.3.2.2.1.3.1.3. İpotek Karşılığı Kredi

İpotek karşılığı kredi, genellikle hayat sigorta şirketleri tarafından ipotek karşılığı verilen uzun vadeli ve yeni bir finansman yöntemidir (Aydın ve Diğerleri, 2008: 230). Bu şirketler büyük miktarda fon tasarruf etme olanağına sahip olduklarından işletmeler için uzun vadeli yatırım sermayesi sağlayan önemli kurumlar haline gelmektedirler.

1.3.2.2.1.3.1.4. Diğer Kaynaklar

Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar, uluslararası para piyasalarından sağlanan kredilerdir.

1.3.2.2.1.3.2. Özkaynaklar

Özkaynaklar, hissedarların sermaye olarak işletmeye yatırdıkları varlıklar ile işletmenin dağıtılmayan kârları toplamından oluşan sermayeyi ifade etmektedir. Yatırımların finansmanında kullanılan özkaynaklar işletmenin kuruluşundan sonra yeni ortak alımı, hisse senedi ihracı ya da otofinansman yolu ile artırılabilirler (Usta, 2008: 50).

1.3.2.2.1.3.2.1. Başlangıç Sermayesi

Başlangıç sermayesi genel olarak işletmenin kuruluşu sırasında işletmeye konulan sermayeyi ifade etmektedir. Anonim şirketlerin gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetlerinden oluşurken, gelişmediği ülkelerde doğrudan işletmeye konulan sermayeden oluşmaktadır.

1.3.2.2.1.3.2.2. Otofinsman

Otofinsman işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği karın bir kısmının dağıtılmayıp işletmede bırakılması yoluyla finansman sağlanmasıdır (Ceylan, 2003: 194). Özellikle işletmenin ilk faaliyet yıllarında önemli bir finansman kaynağı olan otofinansman, diğer finansman türlerine göre daha ucuz olmasının yanı sıra, büyümeye yardımcı olması ve yatırımların finansmanında doğrudan kullanılabilmesi yönüyle de önemli bir finansman kaynağıdır. Otofinsman olağanüstü karşılıklar ve olağanüstü yedekler yolu ile gerçekleştirilebilmektedir (Usta, 2008: 50).

1.3.2.2.1.3.2.2.1. Olağanüstü Karşılıklar

Olağanüstü karşılıklar gerçekleşmesi mümkün olan zarar ve yükümlülükler için pasifte oluşturulan fonlardır. Bu fonlar da yatırımların finansmanında kullanılan bir iç kaynak türüdür.

1.3.2.2.1.3.2.2.2. Olağanüstü Yedekler

Olağanüstü yedekler işletmenin, varlıklarının değer kaybına uğramasını önlemek için oluşturdukları yedekleri ifade etmektedir. Doğal veya sosyal olaylar, beklenmeyen fiyat yükselmeleri vb. işletme varlıklarının değer kaybetmesine yol açabilecek durumlara karşı oluşturulan bu yedekler, işletmenin varlığını geliştirmek için yapılacak yatırımların finansmanında kullanılabilir.

1.3.2.2.1.3.2.3. Amortismanlar

Amortismanlar, işletmede bir yıldan fazla kullanılan varlıklar için ayrılan yıpranma ve aşınma payını ifade etmektedir. Eskiyen ya da yıpranan varlıkların yenilenmesi için gerekli nakit ihtiyacından daha fazla miktarda amortisman ayrılmışsa, bu fazlalık finansman kaynağı olarak kullanılabilir.

1.3.2.2.2. Finansman Kaynaklarının Seçimi

Yatırımların finansmanında kullanılacak olan kaynakların seçiminde bazı kriterlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

1.3.2.2.2.1. Uygunluk

Uygunluk kriteri yatırımların niteliği ve değeri ile bunların finansmanında kullanılan fonların tutarlı ve uyumlu olmasını ifade etmektedir. Bu kriter, daha önce de bahsedilen, dönen varlık yatırımlarının kısa vadeli kaynaklarla, duran varlık yatırımlarının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi ilkesi ile paralellik göstermektedir (Aksoy, 1990: 52).

1.3.2.2.2.2. Maliyet

Fon kaynaklarının işletmeye yüklediği maliyet de önemli bir seçim kriteridir. İşletme finansman kararlarını verirken alternatif kaynakların maliyetlerini karşılaştırmalı ve ayrıca vergiden sonraki maliyetleri de hesaplamalıdır.

1.3.2.2.2.3. Risk

İşletmeler kaynak seçiminde, riskleri de dikkate almak durumundadırlar. Alternatif kaynakların karlılığı ve risk düzeyleri belirlenmeli ve dengelenmelidir. Karları istikrarsız olan işletmeler riski azaltabilmek için öz kaynak ile finansman yolunu tercih ederken, karlılığı yüksek olan işletmeler yabancı kaynak ile finansman yolunu tercih edecektir (Aksoy, 1990: 53).

1.3.2.2.2.4. Esneklik

Yatırımların finansmanında kullanılacak olan kaynaklar işletmenin ihtiyacına göre ayarlanabilir olmalıdır. Kısa vadeli kaynaklar finansmanda esnekli sağlayan araçlardır (Usta, 2008: 54).

1.3.2.2.2.5. Zamanlama

İşletmenin yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyduğu fonların ihtiyaç duyulan zamanda ve elverişli koşullarda temin edilmesi önemlidir. İhtiyaç duydukları zamanda fon temin edebilmek için işletmeler para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından takip etmeli, özellikle hisse senedi, tahvil ihracında bu piyasaların elverişli olduğu zamanları değerlendirmelidirler.

1.3.2.2.2.6. Denetim

İşletmeler denetim ve yönetim yetkisini borçlanmak suretiyle işletme sahipleri dışında başkaları ile paylaşmak istemeyebilirler. Bu durumda yabancı kaynak ile finansman yerine özkaynak yoluyla finansman tercih edilecektir.

1.3.2.2.3. Sermaye Maliyeti ve Unsurları

Genel olarak, firma açısından bir finansman kaynağının maliyeti, söz konusu kaynağın firmaya sağladığı para girişinin bugünkü değerini, gelecekte gerektireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranıdır (Akgüç, 1998: 439). Sermaye maliyeti bir fırsat maliyetidir. Kabul edilebilir minimum getiri oranı olan sermaye maliyeti, yatırımcıların eşit riskli fırsatlardan elde edeceği getiri oranını ifade etmektedir. (Seitz ve Ellison, 1999: 530).

Sermaye maliyeti yatırım projelerinin çekiciliğini ölçmekte kullanılan temel kriterdir. Paranın zaman değerini dikkate alan gelişmiş sermaye bütçeleme yöntemlerinin uygulanabilmesi için sermaye maliyetinin tespit edilmesi gerekmektedir. Sermaye maliyeti, söz konusu bu yöntemlerden NPV (Net Bugünkü Değer) yönteminde nakit akımlarının indirildiği iskonto oranıyken, IRR (İç Karlılık Oranı) yönteminde projenin iç karlılık oranını kıyaslandığı minimum getiri oranı olmaktadır. Firmalar yatırım projelerinin sermaye bütçesinden alacağı payı belirlerken NPV yönteminde sermaye maliyetine göre pozitif değer yaratan projelere, IRR yönteminde ise iç karlılık oranı sermaye maliyetinden büyük olan projelere kaynak ayırmaktadırlar. Akgüç (1998: 438)' e göre bir firmada yatırım harcamaları, yatırım projelerinin karlılığı sermaye maliyetine eşit olana değin sürmektedir. Finans yöneticileri, ancak karlılığı sermaye maliyetinden yüksek olan projelere yatırım yaptıklarında firma değerini arttırabileceklerdir.

Sermaye maliyeti mikro seviyede firmaların kaynak kullanımlarını ve yatırım kararlarını belirlerken, makro seviyede de genel ekonomik düzey ve kaynak dağılımı üzerinde önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle sermaye maliyetinin doğru olarak hesaplanması ve kullanılması mikro düzeyde firmalar, makro düzeyde ise ekonomik büyüme açısından önem ifade etmektedir.

Günümüz modern firmalarında yatırım projelerinin finansmanı, sadece adi hisse senetleriyle değil çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir menkul kıymet portföyüyle sağlanmaktadır. Şirketler fon ihtiyaçlarını adi hisse senedi, tahvil,

öncelikli hisse senedi ve diğer menkul kıymetleri ihraç ederek karşılamaktadırlar. Bu menkul kıymetlerin her biri farklı düzeyde risk taşıdığından, yatırımcılar bunlardan farklı getiriler beklemektedir. Firmanın sermaye maliyeti, sermayesini oluşturan bu menkul kıymetlerden yatırımcıların beklediği getiriye dayalı olarak hesaplanmaktadır (Seitz ve Ellison, 2005: 530).

1.3.2.2.3.1. Özsermaye Maliyeti

İşletmenin öz kaynaklarının ihraç edilmiş hisse senetlerinden oluştuğu varsayımı altında öz kaynağın maliyeti hissedarların beklediği minimum karlılık oranını ifade etmektedir (Pamukçu; 1989: 99). Hissedarlar, firmanın adi hisse senetlerine yatırım yapmakla tahvil ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kıyasla daha yüksek riske katlandıklarından daha yüksek getiri talep etmektedirler. Eğer firma finansman ihtiyacı için borç kullanmamışsa sermaye maliyeti özsermaye maliyetine eşit olarak kabul edilebilmektedir. Ancak projenin riski firmanın ortalama yatırım projeleri riskinden önemli farklılıklar gösteriyorsa özsermaye maliyetinin kullanılması hatalı sonuçlar doğurabilmektedir.

Literatürde özsermaye maliyetinin hesaplanmasında iki temel yöntem yaygındır. Bu yöntemler, gelecekte elde edilecek kar paylarını hissenin piyasa değerine eşitleyen Kar Payı İndirgeme Modeli ve risksiz faiz oranı ve piyasa risk primini temel alan Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modelidir (Capital Assets Pricing Model, CAPM) (Seitz ve Ellison, 2005: 550).

1.3.2.2.3.1.1. Adi Hisse Senedi Maliyeti

Literatürde adi hisse senedi maliyetinin hesaplanmasında; gelecekte elde edilecek kar paylarını hissenin piyasa değerine eşitleyen Kar Payı İndirgeme Modeli ve risksiz faiz oranı ve piyasa risk primini temel alan Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli yaygın olarak kullanılmaktadır.

Kar Payı İndirgeme Modeli: Kar payı indirgeme modeline göre bir menkul kıymetin piyasa fiyatı, gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Hisse senetlerinin gelecekteki nakit akışları kar payları olduğuna göre bundan hareketle sonsuza kadar kar payı ödemesi gereken bir firmanın hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla da özsermaye maliyeti aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Seitz ve Ellison, 2005: 550):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_1}{(1+k)^t}$$

Formülde;

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatını,

D : Kar payını,

k : Öz sermaye maliyetini ifade etmektedir.

Firmaların sonsuza kadar dağıtacağı kar payları tutarını bilmek imkansız olduğundan bu formülün pratikte uygulanması oldukça zordur. Bu sebeple Büyümenin Olmadığı Kar Payı İndirgeme Modeli ve sabit büyümeyi temel alan Gordon Modeli gibi uygulaması daha kolay olan yöntemler geliştirilmiştir. Büyümenin olmadığı kar payı indirgeme modelinde, firmaların kazançlarının tümünü kar payı olarak dağıttıkları varsayılmaktadır. Kazançlarını yeniden yatırım yapmak amacıyla bünyesinde alıkoymadan tamamen dağıtan firmaların büyümesi mümkün olmayacağından firmaların gelecekte dağıtacağı tüm kar payları birbirine eşit olacaktır. Büyümenin olmadığı varsayımı hesaplamalarda kolaylık sağlamasına karşın uygulamada gerçekçi olmaktan uzaktır. Şirketler yatırım yapar ve büyürler bunun sonucunda da hissedarlarına ödedikleri kar payları artar. Gordon Büyüme Modelinde şirketlerin kar paylarının sabit bir oranda büyüdüğü varsayılmıştır. Kar payı her yıl g oranında artan bir şirketin öz sermaye getirisi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır (Ross ve Diğerleri, 2002: 495):

$$P_0 = \frac{D}{k - g}$$

Formülde;

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatını,

D : Kar payını,

k : Öz sermaye maliyetini,

g : Büyüme oranı ifade etmektedir.

Büyüme oranı öz sermaye karlılığı ile yeniden yatırım oranının çarpımına eşit olmaktadır. Bir firmanın dağıtacağı kar paylarının sabit bir oranda büyüyeceği varsayımı modelin zayıf noktasıdır. Uygulamada, firmaların dağıttığı kar payları çeşitli ekonomik faktörlerin etkisi altında yüksek değişkenlik göstermektedir.

Kar payı indirgeme modeli dayandığı varsayımlar itibariyle anlaşılması ve uygulaması oldukça kolay bir yöntemdir. Ancak oldukça basit bir yapıya sahip olan bu yöntemin bazı eksiklikleri de bulunmaktadır. Büyüme oranı öz sermaye getirisinden büyük olduğunda hisse senedi fiyatının negatif olması veya şirket içinde bulunan yılda kar payı ödemediği takdirde hisse fiyatının sıfır olması gibi anormal durumlar söz konusu olmaktadır. Ayrıca halka açık olmayan firmaların hali hazırda hisse senedi fiyatlarının elde edilme güçlüğü de modelin bir diğer dezavantajıdır.

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Assets Pricing Model-CAPM) 1960'larda Markowitz tarafından ortaya konan portföy teorisi Sharpe, Lintner ve Tobin gibi bilim adamları tarafından geliştirilmiş ve bir varlığın riski ve getirisinin birbirleri ile ilişkileri daha kapsamlı bir bilimsel tabana oturtulmuştur (Karan, 2001: 195). Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, menkul kıymetlerin sahip olduğu riske göre getirisini belirleyen bir modeldir. Hissedarların yatırım yaptıkları hisse senedinden bekledikleri getiri risksiz faiz oranı ve piyasa risk primi temel alınarak hesaplandığından uygulamada ve günümüz finans literatüründe oldukça yoğun bir destek görmektedir. Graham ve Harvey (2001), 392 finans yöneticisiyle yaptıkları araştırmada, özsermaye maliyetinin hesaplanmasında finans yöneticilerinin %73,5'inin CAPM'i ve %15,7'sinin ise kar payı indirgeme modelini tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. CAPM en çok tercih edilen yöntem olurken, kar payı indirgeme modelinin fazla kullanılmadığı belirlenmiştir. Hissedarların refahının

maksimizasyonu amacıyla, CAPM'in temel yaklaşımı; hissedarların perspektifinden bakılarak getirinin çeşitlendirilemeyen riske göre düzeltilmesidir (Seitz ve Ellison, 1999: 13). Bu varsayımı temel alan modele göre hisse senetlerinin beklenen getirisi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Burada;

$E(R_i)$: Beklenen getiriyi,

R_f : Risksiz faiz oranını,

β_i : Betayı,

$[E(R_m) - R_f]$: Risk primini ifade etmektedir.

CAPM uygulanabilmesi için risk primi, risksiz faiz oranı ve beta katsayısının tahmin edilmesi gerekmektedir. Risk primi hisse senetlerinin geçmişteki tarihsel getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri arasındaki farktır. Yatırımcılar bir ülkede sermaye piyasalarında üstlendikleri çeşitlendirilemeyen piyasa riskini risk primi ile fiyatlamaktadırlar.

1.3.2.2.3.1.2. Dağıtılmayan Karların Maliyeti

İşletmeler yatırımlarının finansmanında ortaklara dağıtmadan bünyelerinde bıraktıkları karlardan sıklıkla faydalanmaktadır. Dağıtılmayan karlarla finansman yöntemi maliyetsiz gibi görünse de; her kaynağın olduğu gibi dağıtılmayan karların da bir fırsat maliyeti mevcuttur. Ortaklar ancak elde edecekleri kar paylarının sermaye piyasalarındaki alternatif getirisinden yüksek olacağına inandıkları bir yatırım projesi söz konusu olduğunda kar dağıtılmamasını tercih edeceklerdir. Verginin etkisi dikkate alındığında dağıtılmamış karların maliyeti aşağıdaki formül ile hesaplanacaktır (Seitz ve Ellison, 2005: 554):

$$k_{re} = k_e (1 - v)$$

Burada;

k_{re} : Dağıtılmayan karların maliyetini,

k_e : Özsermaye maliyetini,

v : Ortakların gelir vergisi dilimini ifade etmektedir.

Dağıtılmamış karların fırsat maliyeti ortakların yoksun kaldıkları kar payıdır. Karın otofinansman olarak bünyede tutulmasının nedeni; elde edilen karın dağıtılması durumunda ortakların alternatif kullanım alanlarından sağlamayı bekledikleri gelirden daha yüksek olmasıdır. Dağıtılmamış karların maliyeti; işletme ortaklarının sermaye payları üzerinden almayı bekledikleri karlılık oranına eşittir (Akgüç, 1998: 467). Dağıtılmamış karların maliyeti aşağıdaki formül ile gösterilmektedir:

$$k_{re} = \frac{D}{P_0} + g$$

Formülde;

k_{re} : Dağıtılmayan karların maliyetini,

D : Kar payını,

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatını,

g : Büyüme oranını temsil etmektedir.

Örneğin bir şirket hisse başına 4.000 TL kazanmakta, 3.000 TL temettü ödemekte olsun. Şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri 10.000 TL ve geçmiş yıllarda karda ve temettü ödemelerindeki artış %10 olduğuna göre dağıtılmamış karların maliyeti:

$$k_{re} = (3.000 / 10.000) + 0.10 = \mathbf{0.40}$$
 olarak hesaplanmaktadır.

1.3.2.2.3.1.3. Yeni Hisse Senetlerinin Maliyeti

İşletmeler iç fonlarının yetersiz olduğu durumlarda yatırımlarını finanse etmek üzere yeni hisse senedi ihraç ederek sermaye artırımına gidebilmektedirler. Elbette ki ihraç edilen yeni hisse senetlerinin de firmaya bir maliyeti söz konusu olmaktadır. Yeni hisse senetlerine yatırım yapacak olan hissedarlar katlanılan ihraç giderlerini karşılayacak bir getiri oranı talep etmektedirler. Bu durumda yeni hisselerin maliyeti aşağıdaki formül ile hesaplanacaktır (Seitz ve Ellison, 2005: 555):

$$P_0 = \sum_{k=1}^t \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Burada;

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatını,

k_e : Hisse senedi maliyetini,

D_t : Dağıtılacak kar payını ifade etmektedir.

1.3.2.2.3.1.4. Öncelikli Hisse Senetlerinin Maliyeti

Öncelikli hisse senedi (preferred stock) bazı yönleri ile adi hisse senetlerine bazı yönleri ile de tahvillere benzeyen melez bir menkul kıymettir. Şirketin kar elde etmediği dönemlerde öncelikli hisse senetleri sahiplerine kar payı dağıtmaması ve kar payı dağıtılmaması durumunda şirketin iflasının istenememesi gibi özellikleriyle hisse senetleri ile, dönemsel ödeme gerektirmeleri, tasfiyede adi hisse senetlerinden öncelikli olmaları ile de tahville benzerlik göstermektedirler (Aydın ve Diğerleri, 2008: 256). Şirketler için öncelikli hisse senediyle fon sağlamak, hisse senedine göre daha riskli, tahvile göre ise az riskli olduğundan, öncelikli hisse senetlerinin firmaya maliyeti adi hisse senetlerinin maliyetinden az, tahvilinkinden ise yüksek olmaktadır. Öncelikli hisse senetlerinin şirkete maliyeti aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Seitz ve Ellison, 2005: 549):

$$k_p = \frac{D}{P_0}$$

Burada;

k_p : Öncelikli hisse senedi maliyetini,

D : Öncelikli hisse senedi temettüsünü,

P_0 : Öncelikli hisse senedi fiyatını ifade etmektedir.

Örneğin bir işletme, nominal değeri 1.000 TL olan öncelikli hisse senetlerini, hisse senedi başına 100 TL çıkarım gideri yaparak ihraç etmiş olsun. Öncelikli hisse senetlerine ödenecek kar payı oranı %30'dur. Buna göre, öncelikli hisse senedinin işletmeye maliyeti:

$$k_p = \frac{300}{1.000 - 100} = \%33 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

1.3.2.2.3.1.5. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller (HDT) belirli bir süre içinde önceden belirlenmiş bir oranda hisse senedine dönüştürme imkânı bulunan bir finansal araçtır. Sermaye piyasalarında hisse senediyle borçlanmak için yeterli mali prestije sahip olmayan küçük şirketler için geciktirilmiş bir öz sermaye finansmanı fırsatı yaratmaktadır (Ergün, 2008: 55).

Hisse senedine çevrilebilir tahvil yolu ile sağlanan kaynağın maliyeti, değiştirme süresi içinde ödenecek faiz ile (vergi faktörü dikkate alınarak hesaplanan faizle) tahvil karşılığında verilecek hisse senetlerinin değiştirme tarihindeki piyasa değeri toplamını, şirketin elde ettiği para girişine eşit kılan iskonto oranıdır. Bu açıklama aşağıdaki denklemlerle daha somut bir şekilde ifade edilebilmektedir (Akgüç, 1998: 466):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C(1-T)}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n CR}{(1+k_e)^n}$$

Burada;

P_0 = Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin çıkarıldığı tarihteki piyasa fiyatını,

k_e = Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin maliyetini,

C = Her yıl ödenecek faizi (tahvilde belirtilen faiz oranı),

T = Vergi oranını,

n = Tahvillerin hisse senedine dönüştürülebileceği süreyi,

P_n = Tahvillerin hisse senedine dönüştürüldüğü tarihteki hisse senetlerinin piyasa değerini,

CR = Tahvillerin hisse senedine çevrilme (değiştirilme) oranını,

k_e = Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin maliyetini ifade etmektedir.

Nominal değeri 5.000 TL ve çevirme oranı 4 olan %28 faizle üç yıl sonra hisse senedine çevrilebilir HDT ihraç eden bir firmanın HDT maliyeti şu şekilde hesaplanacaktır: (Vergi oranı %50 ve üç yıl sonraki tahmini hisse fiyatı 1.500 TL)

$$5.000 = \frac{1.400 \times (1-0,50)}{(1+k_e)^1} + \frac{1.400 \times (1-0,50)}{(1+k_e)^2} + \frac{1.400 \times (1-0,50)}{(1+k_e)^3} + \frac{(1.500 \times 4)}{(1+k_e)^3}$$

k_e = % 19,5 olarak bulunur.

1.3.2.2.3.2. Borcun Maliyeti

Faiz oranları kolaylıkla izlenebildiğinden borcun maliyetini tahmin etmek oldukça basittir (Shapiro, 2005: 123). Firmanın yeni yatırımları finanse etmek için çıkardığı borç senetleri faizi borç maliyeti olarak kullanılmalıdır. Borcun maliyeti, borç senedinin kupon faizinin senedin nominal (face value) değerine oranlanması suretiyle basitçe hesaplanabilmektedir.

Firmalar genellikle tahvil ihracı veya banka kredisi aracılığıyla yabancı kaynak sağlamaktadırlar. Tahvil ihracı ile sağladıkları borcun maliyeti tahvilin vadesi süresince yapılan faiz ve anapara ödemelerini tahvilin piyasa oranına eşitleyen iskonto oranıdır. Bu oran tahvilin vadeye kadar getirisi (yield to maturity) olarak da bilinmektedir. Tahvilin vadeye kadar getirisi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$P = \sum_{t=1}^n C/(1+r)^t + F/(1+r)^n$$

Burada;

P : Tahvilin piyasa fiyatını,

C : Tahvilin kupon ödemelerini,

F : Tahvilin nominal değerini,

n : Dönem sayısını,

r : Tahvilin vadeye kadar getirisini temsil etmektedir.

1.3.2.2.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletmeler yatırımların finansmanında maliyetleri farklı çeşitli sermaye kaynaklarından yararlanmaktadırlar. Bu yüzden, yatırım projelerinin maliyeti değerlendirilirken, sermaye maliyeti tek bir finansman aracının maliyetine indirgenmemelidir.

Toplam sermaye maliyeti, farklı koşullarda sağlanan kaynakların maliyetlerinin ağırlıklı ortalamalarının alınması ile bulunmaktadır (İTO; 1990: 150). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, her kaynağın toplam kaynaklar içerisindeki payı ile maliyetinin çarpımlarının toplamına eşittir. Eğer yatırımlar hisse senedi ve tahvil ile finanse edilmişse ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$AOSM = (k_1w_1) + (k_2w_2) + (k_3w_3) + \dots + (k_nw_n)$$

1.3.2.2.3.4. Marjinal Sermaye Maliyeti

Yatırımların finansmanında sağlanacak ilave bir birim kaynağın firmaya maliyeti marjinal sermaye maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Firmanın yatırımların finansmanı için tedarik ettiği fon miktarı arttıkça, belirli bir noktadan sonra sağlanan her ilave birim sermayenin firmaya maliyeti yükselmektedir. Sermaye maliyetinin yükselmesinin altında yatan temel nedenler yeni fon sağlamak için katlanılan ihraç maliyetleri (flotation costs) ve ihraç edilen menkul kıymetlerin sermaye piyasasında gördüğü taleptir. Firmanın mevcut kaynakları yetersiz olduğu durumlarda dış kaynaklardan sağlanan ilave fonların firmaya yükleyeceği maliyet firmanın mevcut sermaye maliyetinden farklı olmaktadır. Bu tip yatırımlar değerlendirilirken firmanın cari sermaye maliyeti yerine marjinal sermaye maliyetinin baz alınması daha doğru bir yaklaşım olmaktadır (Ergün, 2008: 59).

Firmanın marjinal sermaye maliyeti borç ve özsermaye finansmanı ile sağlanan fonların marjinal maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Sermaye maliyeti unsurlarının marjinal maliyetlerinin artması, firmanın marjinal sermaye maliyetinde artışlara neden olmaktadır. Firma yatırımların finansmanında ilave borç kullandığında kreditorlerin riskin artması nedeniyle yüksek faiz talep etmeleri ve ihraç maliyetleri borcun marjinal sermaye maliyetini arttırmaktadır. Benzer şekilde özsermayenin marjinal maliyeti de yeni hisse ihracında yatırımcıların mevcut hisse senetlerine göre yüksek getiri beklemesi ve ihraç giderleri nedeniyle artmaktadır. Firma yatırımlarını yeni fon sağlayarak gerçekleştirdiği sürece marjinal sermaye maliyeti artmaya devam edecektir. Ancak kuramsal olarak firmalar yatırım projelerinin marjinal verimliliği marjinal sermaye maliyetine eşit olana kadar yatırım yapmaya devam etmektedirler. Marjinal sermaye maliyetinin marjinal karlılığa eşit olduğu noktada sermaye bütçesi optimaldir (Akgüç, 1998: 476).

1.3.2.2.4. Optimal Sermaye Yapısı

Bir firmanın sermaye yapısı; operasyonlarını finanse etmek için kullandığı uzun vadeli borç ve öz sermaye bileşimini ifade etmektedir (Ross ve Diğerleri, 2003: 38). Bir firma yatırım projelerini finanse ederken temel olarak iki tip finansman kaynağından -borç ve özsermayeden- yararlanmaktadır. Temel olarak öz sermaye finansmanı mülkiyet, borçla finansman ise kredi ilişkisine yol açtığından; bu iki finansman yöntemi arasında vade, gelir üstündeki talep hakkı, varlıklar üstündeki talep hakkı ve denetim ve yönetim hakkı bakımından farklılıklar bulunmaktadır. Söz konusu farklılıklar bu iki tip kaynağın maliyetlerinin farklı olmasına dolayısıyla da firmaların sürekli sermaye maliyetlerini minimize edecek optimal borç / öz sermaye bileşimini aramalarına yol açmaktadır. Optimal sermaye yapısı firmanın toplam sermaye maliyetini minimize ederken, piyasa değerini de en yükseğe çıkaracak sermaye bileşimini ifade etmektedir (Ceylan, 2003: 226).

Literatürde firmanın borç / öz sermaye bileşimini değiştirerek sermaye maliyetini dolayısıyla da firma değerini etkileyip etkileyemeyeceği konusunda farklı yaklaşımlar ve teoriler bulunmaktadır. Literatürde optimal sermaye yapısıyla ilgili olarak dört farklı yaklaşım ortaya atılmıştır. Bunlar;

- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Net Gelir Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- Modigliani – Miller Yaklaşımı

Bu dört yaklaşımın dayandığı ortak varsayımlar ise aşağıdaki gibidir (Usta, 2008: 66):

- İşlemlerin maliyeti yoktur.
- İşletme elde edilen karların tamamını kar payı olarak dağıtmaktadır.
- Sadece öz kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak kullanılmaktadır.
- Elde edilen karlar üzerinden vergi ödenmemektedir. (Sonradan bu varsayım kaldırılmıştır.)

- Toplam varlıkların değişmeyeceği, ancak, sermaye yapısının değişebileceği varsayılmıştır.
- İşletmenin faiz ve vergiden önceki kârlarının gelecekte de değişmeyeceği, başka bir deyişle işletmenin büyümeyeceği öngörülmüştür.
- İşletme ortaklarının gelecekle ilgili beklentileri birbirleriyle aynı olduğu kabul edilmiştir. Başka bir deyişle, bütün işletme ortakları için faiz ve vergiden önceki kârların sübjektif olasılık dağılımları aynı varsayılmıştır.
- İşletmenin, işletme riski zaman içerisinde sabit ve sermaye yapısı ile finansal riskinden bağımsızdır.

1.3.2.2.4.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetlerinin değerinin, kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğu kabul edilmektedir (Usta, 2008: 67). Başka bir deyişle, bu yaklaşıma göre işletmenin sermaye yapısını değiştirmesinin, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, dolayısıyla da işletmenin piyasa değeri üzerinde etkili olmayacağı ileri sürülmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımının dayandığı temel varsayım, borçların maliyetinin, tüm borç/özsermaye bileşimlerinde aynı olduğudur. Bu nedenle optimal sermaye yapısı yoktur ve sermaye yapısındaki değişmeler, işletmenin piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili değildir. Bu yaklaşıma göre, ortalama sermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyeti sabit kalmakta, borçlanma oranı arttıkça, öz sermaye maliyeti artmaktadır.

İşletmenin borçları arttıkça borçlara bağlı olarak işletmenin finansal yapısı riskli hale gelmekte, işletmenin artan riskine karşı ortaklar daha yüksek bir getiri beklentisi içine girmektedirler. Bu nedenle, borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin özsermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda

işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltmak, dolayısıyla da işletmenin piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır (Türko, 1999: 208).

Net faaliyet geliri yaklaşımının en önemli eksikliği, borçlanma düzeyinin yükselmesi sonucunda, borçlanma maliyetinin aynı kaldığının kabul edilmesi diğer bir ifadeyle finansal risk düzeyinin değişmeyeceğinin düşünülmesidir. Bu yaklaşımın bir diğer eksik yönü ise, öz sermaye maliyetinin, borçlanma miktarının artması sonucunda finansal riskin artışına paralel olarak aynı oranda yükseleceği beklentisidir. Bu yaklaşıma göre firma değeri:

$$FD = \frac{O}{k_o}$$

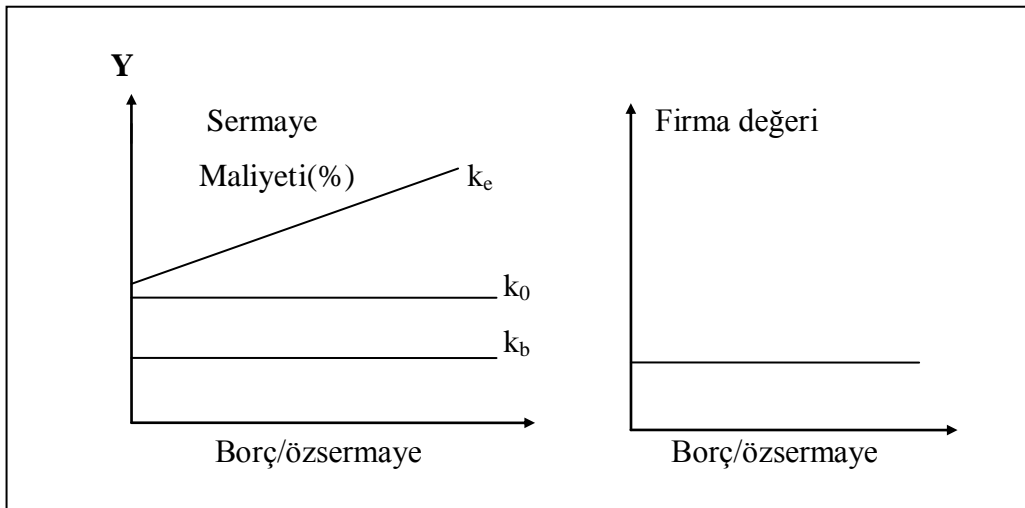
formülü ile ifade edilmektedir. Burada;

FD: Firma değerini,

O : Net faaliyet karı,

K₀: Kapitalizasyon oranını ifade etmektedir.

Şekil 1: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri



1.3.2.2.4.2 . Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, hem işletmenin toplam sermaye maliyetinin hem de piyasa değerinin, borç/öz sermaye oranından etkileneceğini savunmaktadır. Bu yaklaşım iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar a) öz sermaye maliyetinin borçlanma maliyetinden yüksek olduğu b) öz sermaye ve borçlanma maliyetinin bütün sermaye yapılarında sabit olduğudur. Bu varsayımlar eşliğinde firma borç / öz sermaye oranını arttırarak sermaye maliyetini düşürme ve piyasa değerini artırma olanağına sahip olmaktadır (Akgüç, 1998: 485).

Bu yaklaşıma göre yabancı kaynak maliyeti ve öz sermaye maliyeti, borçlanma oranından etkilenmemekte ve sabit kalmaktadır. Yani tüm sermaye bileşimlerinde her bir kaynağın maliyeti aynı kalmaktadır. Bu yüzden optimal sermaye bileşiminin bulunmadığı ileri sürülmektedir.

Net gelir yaklaşımının ileri sürdüğü bazı varsayımlar literatürde eleştirilmektedir. Özellikle borç ve öz sermaye maliyetinin çeşitli sermaye yapısı bileşimlerinde sabit kalması günümüz finans dünyasında mümkün görünmemektedir. Firmanın borçlanma düzeyinin artması likidite sıkıntısı çekme olasılığını yükseltmektedir. Bu durum firmanın finansal kaldıraç derecesini yükseltmekle birlikte riskini de arttırmaktadır. Bu yüzden artan risk primine karşılık ortaklar daha yüksek karlılık istemekte; kreditorler ise borçlanma faizini arttırmaktadır.

Bu yaklaşıma göre firmanın kapitalizasyon oranı aşağıdaki formül ile ifade edilmektedir:

$$k_o = \frac{O}{FD}$$

Burada;

k_o : Kapitalizasyon oranını,

O : Net faaliyet karı,

FD: Firma değerini ifade etmektedir.

Firma değerini veren formül ise aşağıdaki gibidir:

$$FD = \frac{O}{k_o} = \frac{F}{k_b} + \frac{E}{k_e}$$

Burada;

FD: Firma değerini,

O : Net faaliyet karı,

F : Faizleri,

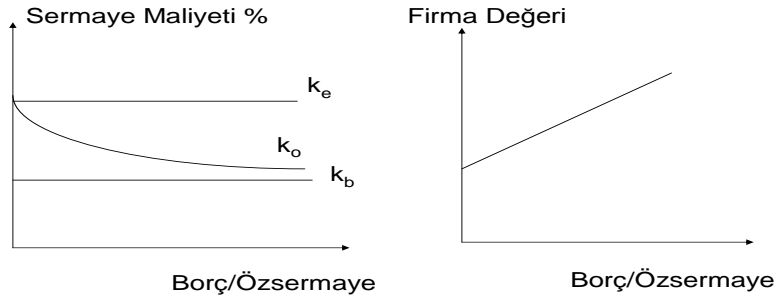
E : Firmanın net gelirini,

k_o : Kapitalizasyon oranını,

k_b : Borç verenlerin getirisini,

k_e : Sermaye sahiplerinin (işletme ortaklarının) ortaklarının getirisini ifade etmektedir.

şekil 2: Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri



Kaynak: Okka, 2009: 426.

$k_e > k_b$ olduğu varsayıldığından, şekilde de görüldüğü gibi, firma borç kullanımını artırarak ortalama sermaye maliyetini azaltıp firma değerini artırabilecektir.

Net gelir yaklaşımının ileri sürdüğü bazı varsayımlar literatürde eleştirilmektedir. Özellikle borç ve öz sermaye maliyetinin çeşitli sermaye yapısı

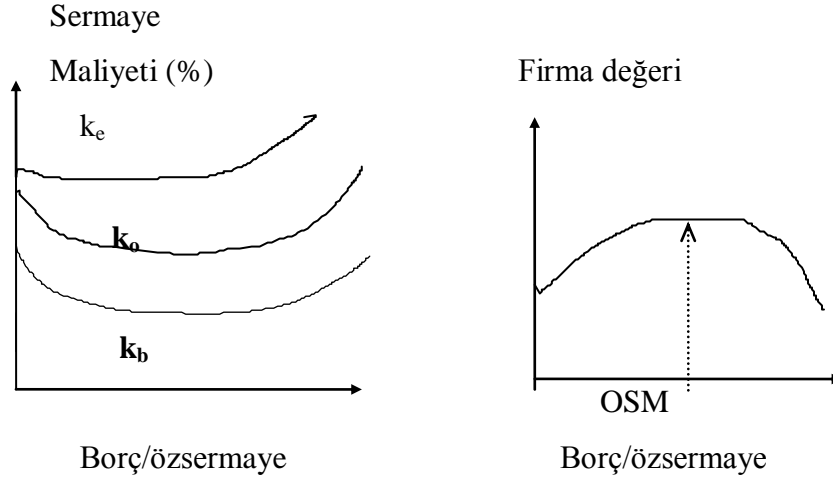
bileşimlerinde sabit kalması mümkün görünmemektedir. Firmanın borçlanma düzeyinin ve finansman yükünün artması likidite sıkıntısı çekme olasılığını yükseltmektedir. Bu durum firmanın finansal kaldıraç derecesini yükseltmekle birlikte riskini de arttırmaktadır. Bu yüzden artan risk primine karşılık ortaklar daha yüksek karlılık istemekte; kreditorler ise borçlanma faizini arttırmaktadır. Sonuç olarak, özsermaye ve borçlanma maliyeti sabit kalmayıp artabilecektir (Ergün, 2008: 29).

1.3.2.2.4.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım net gelir ve faaliyet geliri yaklaşımlarının temel aldığı varsayımların bir sentezidir (Bolak, 1998: 253). Bu yaklaşıma göre firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firma bu noktaya ulaşana kadar sermaye yapısını değiştirmek suretiyle sermaye maliyetini düşürüp, firma değerini arttırabilmektedir. Borç faizlerinin gider yazılarak vergi tasarrufu sağlanması ve ortakların normal faiz oranının üzerinde kar beklentileri nedeniyle, genelde özsermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden yüksektir. Firmaya ortak olmak borç vermeye göre daha riskli olduğundan, hissedarlar borç maliyetine ek olarak bir risk primi talep etmektedirler. Borç ve özsermaye finansmanı arasındaki bu maliyet farkı firmaya sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürme imkânını vermektedir. Firmalar sermaye yapılarında daha düşük maliyetli olan borcun ağırlığını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aşağı çekebilmektedirler. Ancak bu düşüş belirli bir noktaya kadar devam edebilecektir. Firma ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra da borçlanmayı sürdürürse, hem özsermayenin hem de borcun firmaya olan maliyetleri hızla yükselecektir. Optimal sermaye yapısı noktasında borçlanmaya devam eden firmanın likidite riski arttığından ortaklar daha yüksek getiri isteyecekler, diğer tarafta ise risk artan firmaya borç verecek olan kreditorler, kredi faizlerini yükselteceklerdir. Bu varsayımlar ışığında geleneksel yaklaşıma göre firma yabancı kaynak ile finansman sağlayarak kaldıraç etkisinden optimal sermaye yapısına ulaşmaya kadar yararlanabilecek ancak, belirli bir noktadan sonra borçlanmaya devam ettiği sürece sermaye maliyeti de artış gösterecektir. Bu durumda firmanın değeri optimal sermaye

yapısına ulaşılan kadar artarak en yüksek değerine ulaşacak ve bu noktadan sonra borçlanma sürdürülürse azalmaya başlayacaktır (Akgüç, 1998: 491).

Şekil 3: Geleneksel Yaklaşımda Sermaye Yapısı ve Firma Değeri



Kaynak: Okka, 2009: 426.

1.3.2.2.4.4 . Modigliani – Miller Yaklaşımı

Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) 1958 yılında yayınladıkları makalelerinde geleneksel yaklaşıma karşı çıkararak, mükemmel işleyen tam rekabet piyasalarında firmaların sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. M-M görüşünde, sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve piyasa değeri arasındaki ilişki, net faaliyet geliri yaklaşımına benzer. Yani finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun, işletmenin sermaye maliyetinin değişmeyeceği savunulur. M-M modern sermaye yapısı teorisinin temelini oluşturan bu yaklaşımı bazı temel varsayımlara dayanarak kurmuştur (Okka, 2009: 428):

1- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir. Tam rekabet piyasalarında sonsuz sayıda alıcı ve satıcı bulunmakta, yatırımcılar rasyonel davranmakta, piyasa ile ilgili bilgiler maliyetsiz sağlanmakta, finansal varlıklar

sonsuz bölünebilmekte, işlem maliyetleri ve ihraç maliyetleri bulunmamaktadır (Usta, 2008: 69).

2- Firmalar eş risk kategorilerine ayrılmıştır ve getirileri değişmez kabul edilmektedir.

3- İflas ve temsilci maliyetleri söz konusu değildir.

4- Firmalar ve yatırımcılar aynı risksiz faiz oranı üzerinden borç alıp vermektedirler.

5- Gelir üzerinden alınan vergi yoktur. (Bu varsayım sonradan kaldırılmıştır.)

M-M yaklaşımında firma değeri aşağıdaki formülle ifade edilmektedir:

$$FD = \frac{O}{k_e}$$

Burada;

FD: Firma değeri,

O: Net faaliyet karı,

k_e : Özsermaye kapitalizasyon oranını ifade etmektedir.

1.3.2.3. Kar Dağıtım Kararları

Kar dağıtım kararları; işletmenin bir faaliyet döneminde elde etmiş olduğu karların ne oranda hissedarlara dağıtılacağını ve ne oranda işletme yatırımlarında kullanılacağını belirlemeye yönelik kararları kapsamaktadır. Kar dağıtım kararlarını açıklamadan önce kar kavramına değinmekte yarar vardır (Okka, 2006: 412).

1.3.2.3.1. Kar Kavramı

Kar, belli bir hesap dönemi sonunda işletmenin satışlardan elde etmiş olduğu gelirler ile bu gelirlere ilişkin maliyet ve giderler arasındaki olumlu fark olarak tanımlanmaktadır ve aşağıdaki formülle ifade edilmektedir (Usta, 2008: 71).

$$\text{KAR} = (\text{Net Satışlar} + \text{Diğer Gelirler}) - (\text{Satışların Maliyeti} + \text{Faaliyet Giderleri} + \text{Diğer Giderler})$$

Karın çeşitli yönlerden tanımlanması mümkündür. Yukarıdaki formülle ifade edilen kar aynı zamanda ticari kar olarak da bilinir. Ticari kar; tek düzen hesap planı uygulamaları ve genel kabul görmüş muhasebe standartları uyarınca tutulan bir muhasebe sisteminde dönem sonunda ortaya çıkan dönem karını ifade etmektedir. Dönem karından ödenecek verginin düşülmesiyle elde edilen kar dağıtım öncesi kar olarak ifade edilmektedir.

1.3.2.3.2. Karın Hesaplanması

İşletmelerde dönem karı, özsermaye karşılaştırması ve gelir gider karşılaştırması yöntemleriyle belirlenmektedir.

1.3.2.3.2.1. Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Karın Belirlenmesi

İşletme açısından kar, işletmenin belli bir dönemde elde ettiği satış gelirleri ile bu satışlara ilişkin giderler arasındaki olumlu fark olarak ifade edilmiştir. Bu fark aynı zamanda işletmenin özsermayesinde bir artış şeklinde de ortaya çıkacaktır. Bu nedenle karın özsermaye karşılaştırması yoluyla belirlenebilmesi için öncelikle bilançolardan yararlanılarak dönem başı ve dönem sonu özsermaye tutarının belirlenmesi gerekmektedir. İlgili dönemlere ait bilançolardaki özsermaye tutarları arasındaki olumlu fark dönem karını verecektir. Bu yöntemin temel dayanağı sermayenin korunmasıdır.

1.3.2.3.2.2. Gelir Gider Karşılaştırması Yoluyla Karın Belirlenmesi

Gelir gider karşılaştırması yoluyla karın belirlenmesinde öncelikle işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği gelirlerin ve bu faaliyetlere ilişkin giderlerin

belirlenmesi gerekmektedir. Hesap dönemi içerisinde elde edilen gelirler ile katlanılan giderler arasındaki olumlu fark dönem karını verecektir.

1.3.2.3.3. Kar Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

İşletmenin kar dağıtım (dividant-temettü) politikasını etkileyen başlıca faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

1.3.2.3.3.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Yasa, kar payının ancak safi kardan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. Buna göre şirketin yalnızca cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu kardan dağıtım yapması söz konusudur. Mevzuatın kar dağıtım konusunda üç temel ilke benimsediği söylenebilir. Bunlar; net kar ilkesi, esas sermayenin kar dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi ve kar dağıtacak şirketin borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesidir. (Akgüç, 1998: 760)

Kar dağıtım esaslarını belirleyen yasanın yanı sıra şirket sözleşmesinde kar dağıtım ile ilgili bir çerçeve belirlenmişse, şirket genel kurulu kar dağıtım kararlarında bu faktörü de göz önüne almak durumundadır.

1.3.2.3.3.2. İşletmenin Likidite Durumu

Şirketin elde etmiş olduğu kar, bir kaynak olarak, şirketin faaliyetini yürütebilmesi için gerekli aktif değerlerin elde edilmesinde kullanılmış olabilir. Bu nedenle şirketin bilançosunda dönem karı ve/veya dağıtılmamış karlar (yedek akçeler) görüldüğü halde şirketin nakit durumu, kar dağıtımına elverişli bulunmayabilir. Yani karlı olmak, her zaman için kar dağıtmak olanağına sahip olduğunu göstermez. Özellikle büyüme süreci içerisinde olan veya enflasyonla

reel olarak döner sermayesi azalan şirketler, çok karlı olsalar dahi devamlı olarak nakit ihtiyacının baskısı altında bulduklarından, nakit olarak kar dağıtmak istemeyebilirler. (Türko, 2002: 530)

1.3.2.3.3.3. İşletmenin Borçlanma Yeteneği

Bir şirket, daha önce almış olduğu borçları ödemek için ya faaliyeti sonucu yaratmış olduğu fonları kullanacak ya da yeni borç alacaktır. Ağır bir borç yükü altında bulunan ve sermaye piyasasından fon tedarik olanakları yetersiz olan bir şirket, faaliyetleri sonucu yaratmış olduğu kaynakları (özellikle karı) borç ödemedeki kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi kar dağıtımına tercih edebilir (Okka, 2006: 414). Büyük, tanınmış ve kredibilitesi yüksek bir şirket ise, borçlanma yeteneği sayesinde nakit olarak kar payı ödemedeki güçlük çekmeyecektir.

1.3.2.3.3.4 . Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler

Finansman kurumları, özellikle orta vadeli kredi sözleşmelerine bazı hükümler koymak suretiyle şirketlerin kar dağıtım politikalarını etkilemek ve kar dağıtımını sınırlamak olanağını elde etmektedirler. Finansman kurumlarının sözleşmeye bu hükümleri koymalarının amacı, kredinin tamamı geri ödeninceye kadar kar dağıtımını düşük bir düzeyde tutarak şirketin finansal yapısını sağlıklı kılmaktır (Usta, 2008: 79).

1.3.2.3.3.5. Yeni Yatırım Planları

Yeni yatırımlar planlayan şirketler, yatırımların gerektirdiği finansmanı karşılayabilmek için, karların önemli bir bölümünü bünyelerinde bırakmayı yeğleyebilirler. Borçlanma olanakları sınırlı olan şirketler için böyle bir finansman stratejisi zorunlu da olabilmektedir. (Akgüç, 1998: 763)

1.3.2.3.3.6. Karlılık Oranı

Şirketin karlılık oranı, kar dağıtımı (dividant) politikası üzerinde önemli bir değişkendir. Şirketin, kaynak kullanımında sağlayacağı kar oranı, hissedarlara kar payı dağıtmanın görelî çekiciliğini etkilemektedir. Ortaklara dağıtılacak karın dağıtılmaması halinde şirketin hisse senetleri önemli ölçüde değer kazanacaksa, ortaklar açısından karın dağıtılmaması tercih edilebilmektedir (Türko, 2002: 530).

1.3.2.3.3.7. Şirketin Büyüme Hızı

Bir şirketin büyüme hızı arttıkça finansman ihtiyaçlarının da artacağı açıktır. Hızlı büyüyen bir şirket, gelecek dönemlerde önemli miktarda yeni finansman kaynaklarına ihtiyaç duyacağını tahmin ediyorsa, sağlamış olduğu karların büyük bölümünü dağıtmak yerine, şirketin bünyesinde alıkoymayı tercih etmektedir (Akgüç, 1998: 763).

1.3.2.3.3.8. İstikrarlı Kar Dağıtımı

Geçmiş dönemlerde satış ve karları istikrarlı olan bir şirket, gelecek dönemlerde elde edeceği karı daha sağlıklı bir şekilde tahmin etmek olanağına sahiptir. Bu nedenle karları istikrarlı olan şirketler, satış ve karları büyük dalgalanmalar gösteren şirketlere kıyasla, karlarının daha büyük bir bölümünü kar payı olarak dağıtabilirler (Okka, 2006: 414).

Karî istikrarsız olan şirketler, gelecek dönemlerde ümit ettikleri kar sağlayıp sağlayamama konusunda emin olmadıklarından, yüksek kar sağladıkları yıllarda karın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak muhafaza edecekler; buna karşılık karın az olduğu dönemlerde, bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçeleri kar dağıtımında kullanabileceklerdir.

1.3.2.3.3.9. Kontrolü Elde Bulundurma İsteği

Bazı Şirketler, özellikle kapalı aile Şirketleri, bir politika gereği olarak otofinansman yoluyla büyümeyi tercih edebilmektedirler. Böyle bir finansman politikası, yeni hisse senedi satarak sermayeyi artırmak, mevcut ortakların hem kar oranlarını hem de Şirket yönetimindeki egemen durumlarını tehlikeye sokar gerekçesiyle savunulabilmektedir. Borçlanma da finansman riskini artırabileceğinden kapalı aile Şirketleri kar dağıtmayarak veya sınırlı olarak dağıtarak büyümeyi finanse etme alternatifini seçebilmektedirler. (Akgüç, 1998: 764)

1.3.2.3.3.10. Şirketin Ortak Yapısı

Halka açık Őirketlerde genellikle kar dağıtım oranı daha yüksektir. SPK' ya tabi olan halka açık Őirketlerde birinci temettü oranının esas sözleşmede gösterilmesi zorunludur. Bu oran kurul tarafından tespit olunacak miktardan az olamaz. (SPK md. 15)

Halka açık anonim Őirketlerde birinci temettü hesap dönemi net karından vergi ve benzeri yükümlülükler düşüldükten sonra dağıtılabılır karın %20 sinden az olamaz. Ancak hisse senetleri borsada işlem gören Şirketler birinci temettüyü nakden ve-veya hisse senedi olarak dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttirler. Sermaye Piyasası Kurulu bu ortaklıklarda gerekli gördüklerine birinci temettünün nakden dağıtılması konusunda zorunluluk getirebilmektedir. (Karyağdı, 2001: 84)

1.3.2.3.3.11. Vergi Yüğü Farklılıkları

Ortaklar yönünden doğabilecek vergi yüğü iki noktada ortaya çıkmaktadır. Birincisi Şirketin nakden kar dağıtımını yapması halinde ortağın elde edeceği menkul sermaye iradının vergi yüğü, ikincisi ise kar dağıtılmayarak hisse senetlerinin güçlendirilerek satılmasıyla elde edilecek gelirler üzerindeki vergi yüğüdür. Bu iki vergi yükünün birbirinden farklılık göstermesi halinde Şirket yönetiminde yetkili olan

ortak şirketin kar dağıtım politikasını kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebilmektedir (Karyağdı, 2001: 84)

1.3.2.3.4. Kar Payı Dağıtım Politikaları

İşletmeler kar payı dağıtımında çeşitli politikalar izleyebilmektedirler. Bu politikaların başlıcaları şunlardır:

1.3.2.3.4.1 . İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası

İstikrarlı kar payı dağıtım politikası, işletmenin yatırımcıları cezbetmek için her yıl artan miktarlarda kar payı dağıtmasını ifade etmektedir. İşletmenin karları istikrarlı bir şekilde arttıkça ödenecek kar payı tutarı da benzer oranlarda artacaktır. Karlarda dalgalanmalar gerçekleşse de işletme gerekli düzenlemeleri yaparak dağıtım politikasını bozmayacaktır (Okka, 2006: 417). İstikrarlı bir politika riski azaltacak, hisse senetlerinin piyasa değerini artıracaktır.

1.3.2.3.4.2. Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit miktarda kar payı dağıtım politikası, hissedarlara dağıtılan kar payını aynı miktarda tutmayı amaçlamaktadır. İşletmenin elde ettiği kar miktarı ne olursa olsun, hissedarlara dağıtılan kar payı tutarı değişmemektedir. Bu politika hissedarlar açısından güvence oluşturmasının yanı sıra işletmenin hisse değerinin istikrarlı görünmesini sağlamaktadır. Dağıtılan kar payı tutarı sabit olduğundan, kar payı gelinine önem veren yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilen bir politikadır (Türko, 2002: 527).

1.3.2.3.4.3. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranda kar payı dağıtım politikası, işletmenin elde ettiği kardan belli bir yüzdeyi hissedarlarına kar payı olarak ödemesini ifade etmektedir. Bu yöntemde elde edilen karın her dönem farklı olması nedeniyle, hissedarlara dağıtılan kar payı her dönem farklı olacaktır. Bu politika, genellikle küçük yatırımcıları hissedarlar karşısında korumak amacıyla benimsenmekte ve şirket sözleşmelerinde yer almaktadır (Örten, 2001: 136).

Kar paylarındaki yüksek dalgalanma nedeni ile bu politikayı uygulayan şirketlerin sayısını az olduğu, politikanın daha çok kapalı aile şirketleri tarafından tercih edildiği görülmektedir (Berk, 2000: 321).

1.3.2.3.5 Kar Payı Dağıtım Şekilleri

Uygulamada değişik kar dağıtım politikalarına rastlanmaktadır. Kar payı dağıtım şekilleri nakdi dağıtım ve nakdi olmayan dağıtım olarak gruplandırılabilir.

1.3.2.3.5.1. Nakdi Kar Payı Dağıtımı

Nakit olarak kar payı dağıtımı en yaygın ve hissedarlar için en anlamlı yöntemdir. Dağıtılacak olan kar payları, genel olarak, nominal değer bir yüzdesi (hisse başına kar payı) şeklinde ifade edilmektedir. Bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi veya net karın bir yüzdesi (kar dağıtım oranı) şeklinde de ifade edilebilmektedir. Ancak bir hisseye düşen kar payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kar payı uygulaması daha yaygındır. (Koroğlu, 1992: 37). Kar payı dağıtımı şirket tarafından ilan edildikten sonra kar payları belirli bir tarihte hisse senetlerindeki yıl kuponu karşılığında bütün hissedarlara dağıtılmaktadır.

Bununla birlikte, işletmeler elde ettikleri karları her zaman nakit olarak tutmak istemeyebilirler. Elllerinde bulunan bu nakdi paranın zaman değerini

kaybetmesini önlemek ya da faaliyetlerinde kullanmak üzere gerekli olan varlıklara yatırmayı tercih edebilirler. Bu durumda nakit olarak kar payı dağıtılması işletmenin likiditesini olumsuz yönde etkileyeceğinden nakdi olmayan dağıtım şekilleri tercih edilmelidir.

1.3.2.3.5.2. Nakdi Olmayan Kar Payı Dağıtımı

Şirketler nakdi kar payı dağıtmak yerine, hisse senedi dağıtarak, kendi hisse senetlerini satın alarak, hisse senetlerinin nominal değerini azaltarak ya da hisse senedi bölünmesi yoluyla da kar payı dağıtabilmektedirler.

1.3.2.3.5.2.1. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımı

Bazı şirketlerin, sermaye artışlarının tümünü veya bir bölümünü, mevcut ortaklara bedelsiz hisse senetleri vermek yoluyla gerçekleştirdikleri görülmektedir. Daha açık bir deyişle, bazı şirketler, dağıtılmamış karların veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını, ortaklarına bedelsiz hisse senedi vermek yoluyla sermaye artısında kullanmaktadırlar (Akgüç, 1998: 792)

Şirket, finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımını yapıyorsa, fonların karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanılmasını planlamıyorsa, şirketin kazanma gücü ve nakden kar payı dağıtım oranı konusunda gelecek yıllar için bekleyişler olumlu değilse, bu tur kar dağıtımının, hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur ve bu durum hisse senedi değerinde büyük düşüşlere yol açabilmektedir (Mao, 1976: 343).

Bununla birlikte; büyüyen, karlı yatırım projeleri bulunan, karlarının tümünü ortaklarına nakden dağıtmak istemeyen, ortak sayısını artırarak mülkiyeti daha yaygınlaştırmayı planlayan şirketlerinse, bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle kar dağıtımını yapmaları uygun olacaktır.

Hisse senedi şeklinde kar dağıtımının şirket ve ortaklar açısından yararları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Kar payı dağıtımı hisse senedi ile yapıldığından fon çıkışı söz konusu değildir. Şirket, böylece hem kar dağıtımı yapmakta hem de karlı yatırımlarını finanse etmek olanağını bulmaktadır.

- Yöntem, genellikle sermaye artışlarına gidilen dönemlerde kullanılmakta ve sermaye artışına katılım sağladığı için ortaklar yönünden çekici hale gelmekte, psikolojik olarak da olumlu etki yapmaktadır.

- Ortaklar hisse senedi şeklinde aldıkları kar paylarını, ihtiyaç duyduklarında hisse senetlerini paraya dönüştürerek, kar paylarını nakden alma olanaklarını korumaktadırlar.

- Ortak sayısının artırılması ve mülkiyetin daha geniş kitlelere yayılması açısından da, hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımı üstün görünmektedir.

1.3.2.3.5.2.2. Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alarak Kar Payı Ödemesi

Bir şirket kendi hisse senetlerini satın alarak, dolanımda bulunan hisse senedi adedini azaltabilir. Dolanımdaki hisse senetlerinin azalması pay başına düşen geliri dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırmaktadır. Böylelikle ortaklar nakit kar payı yerine, sahip oldukları hisse senetlerinden değer artışı (sermaye kazancı) elde etmektedirler (Okka, 2006: 418).

Türk Ticaret Kanunu ülkemizde bir anonim şirketin kendi hisse senetlerini satın alması yoluyla kar payı dağıtmasına imkan tanımamaktadır. Kanun koyucu sermayenin itfası olarak tanımladığı hisse senetlerinin geri satın alınmasını, sermayenin azaltılması olarak kabul ettiğinden, bazı özel durumlar hariç bu uygulamaya izin vermemektedir (TTK md.329).

1.3.2.3.5.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Artırılması (Stock-Split)

Piyasa fiyatlarının yüksek olması nedeniyle, sermaye piyasasında alım-satımı güçleşen hisse senetlerinin fiyatlarını düşürmek için, hisse senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla pay senetlerinin adedinin artırılmasıdır. Türk Ticaret Kanunu, şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, ana sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse senetlerini, itibari (nominal) değeri daha az olan hisse senetlerine bölmek hakkını vermiştir. (TTK md. 400) Ülkemizde, genel olmamakla beraber, bazı yabancı sermaye iştirakli şirketlerin, sermaye artışı, hisse senetlerinin bölünmesi ve hisse senedi vererek kar dağıtımını bir arada yaptıkları görülmektedir (Akgüç, 1998: 774).

1.3.2.3.5.2.4. Hisse Senedi Bölünmesi

Firmanın özsermayesinde herhangi bir değişiklik meydana gelmeksizin dolanımında bulunan hisse senedi sayısındaki artışa hisse senedinin bölünmesi adı verilmektedir. (Koroğlu, 1992: 45) Bu uygulamada ortakların elindeki hisse senedi adedi artmakta; ancak hisse senetlerinin nominal değeri aynı oranda azaldığından her bir ortağın şirketteki payı değişmemektedir. Hisse senetlerinin bölünmesi, şirketin yedek akçelerini etkilememekte, özsermaye kalemleri arasında bir aktarma doğurmamaktadır. Hisse senedi bölünmesi, hisse senedi şeklinde kar payının aksine her hisselerin nominal değerini düşürmektedir. Aslında hem hisse senedi olarak kar payı ödenmesinde hem de hisse senedi bölünmesinde ekonomik amaç aynıdır. Bunların tek farkı, muhasebe biçimlerindedir (Ailen, 1996: 135).

İKİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

2.1. Geleneksel Finans Ve Davranışsal Finans

İktisat biliminde 1940'lı yıllardan günümüze kadar olan dönemde insan, ekonomik modeller içine sıkıştırılmış, daima kendi çıkarları doğrultusunda hareket eden rasyonel bir varlık olarak kabul edilmiştir. O dönemlerden günümüze kadar geliştirilmiş olan her model, bir önceki modele göre insanların daha rasyonel olduğu varsayımını benimsemiş ve son gelinen noktada modellerdeki insanın zekası, modeli geliştiren bilim adamının zekasına eşitlenmiştir. (Bostancı, 2003: 1) Sonuçta, finansal modellerdeki insanlar, duygularından arınmış, faydasını maksimize etmeye çalışan, yalnızca kendi menfaatini gözeten ve son derece rasyonel varlıklar olarak tanımlanmıştır. Bu varsayımlar, modellerin oluşturulmasında büyük kolaylık sağlamakla beraber, finansı, insanın karmaşık doğasını matematiksel formüllerle sınırlamaya ve çözmeye çalışan bir mühendislik alanı haline getirmiştir. Diğer taraftan finans literatüründe çığır açan etkin piyasalar hipotezi gibi teoriler uygulamaya konulduğunda, sorunlara çözüm bulmakta yetersiz kaldığı görülmüştür (Ertan, 2007: 6).

2.1.1. Geleneksel Finans Teorileri

Geleneksel finans teorisi, çok sayıda katılımcıya sahip, öngörülebilir bir sistem içerisinde alıcı ve satıcıların bir araya gelerek arz-talep ilişkisiyle fiyatların belirlendiği mükemmel bir piyasa durumunu varsaymaktadır. İnsan, son derece rasyonel davranan, piyasa ile ilgili her türlü bilgiye sahip ve faydasını maksimize etmeyi amaçlayan bir varlık olarak tanımlanmıştır (Ede, 2007: 5). Geleneksel finans teorileri kapsamında, beklenen fayda teorisi, Bayesci öğrenme teorisi ve etkin piyasalar hipotezinden söz edilebilir. Teorilerinden bahsetmeden önce risk ve belirsizlik kavramlarını açıklamakta yarar vardır.

2.1.1.1. Risk ve Belirsizlik Kavramları

Geleceğin bugünden kesin olarak öngörülemiyor olması risk ve belirsizlik kavramlarını ortaya çıkarmaktadır. Risk ve belirsizlik kavramları anlamları bakımından birbirlerinden farklılık göstermektedirler. Geleceğe ilişkin tahminler subjektif olarak yapılıyorsa belirsizlikten, objektif olarak yapılıyorsa riskten söz edilmektedir. Belirsizlik, gelecekte ortaya çıkabilecek koşullar ve durumlar tahmin edilebildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir. Yani iktisadi anlamı ile “risk, ölçülebilir bir belirsizliği ifade etmektedir” (Öçal, Çolak, 1999: 2005). Finansal açıdan risk ise, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak tanımlanabilir (Ceylan, Korkmaz, 2006: 472). Burada önemli olan husus beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki sapmanın her zaman olumsuz yönde olması gerekmediği, olumlu yönde sapmaların da oluşabileceği ve risk kavramının her iki durumu birlikte temsil ettiği (Bolak, 2004: 3).

2.1.1.2. Beklenen Fayda Teorisi

Geleneksel finansın temelini oluşturan beklenen fayda teorisi ilk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılmış ardından John Von Neumann ve Oscar Morgenstren adlı iki araştırmacı tarafından yayınlanan “Theory of Games and Economic Behavior” isimli eserle geliştirilmiştir. Bu teoriye göre insan, rasyonel bir varlık olarak kabul edilmektedir. Rasyonel insan veya iktisadi insan (homo economicus) ise kendi menfaati yönünde hareket eden, kararlarını alırken faydasını maksimize etme amacı güden, duygularından arınmış bir insanı ifade etmektedir. Beklenen fayda teorisine göre insanlar, riskli ya da belirsizlik taşıyan fırsatları onlardan beklenen yararları karşılaştırarak seçmektedirler (Gümüsoğlu; 2008, 292-293).

Von Neumann ve Morgenstren beklenen faydayı, bir kararın veya stratejinin sonucu olan her bir olası faydanın, olayın gerçekleşme ihtimali ile çarpılmasıyla bulunan değer olarak nitelendirmektedir. Buna göre her bireyin elde edeceği

sonuçlardan (x) oluşan bir fayda fonksiyonunun (u) olduğu kabul edilmektedir. Öyle ki, x sonucunu doğuracak a eyleminin olma olasılığının p , aynı sonuca götürecektir b eyleminin olma olasılığının q olduğunu farz edelim (Abaan, 1998: 126). $p \cdot U(x) > q \cdot U(x)$ ise, bir başka deyişle a eyleminin beklenen faydası b eyleminin beklenen faydasından fazla ise karar verici kesinlikle a eylemini tercih edecektir. Burada karar vericinin farklı olayların olma olasılıklarını bildiği ve faydasını en üst düzeye çıkaran kararı aldığı varsayılmaktadır. Beklenen fayda teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (Bailey, 2002: 15-20):

1. Çok azdan iyidir. Eğer A, B'den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile B arasından mutlaka A'yı seçecektir.
2. Alınan kararlar tutarlıdır. A, B'den, B de C'den fazla fayda sağlıyorsa karar verici A ile C arasında bir tercih yapması durumunda A'yı tercih edecektir.
3. Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.
4. Söz konusu fayda fonksiyonu çanak seklindedir bu da "Azalan Marjinal Fayda Kuralı"nın geçerli olduğunu gösterir.

Beklenen fayda teorisi geleneksel finansın temellerini oluşturmaktadır. Yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde hareket eden insan iktisatta tanımlanan rasyonel insandır. Literatürde rasyonel insan veya iktisadi insan (Homo Economicus) kavramları kendi menfaatine düşkün, kararlarını alırken sadece faydasını artırmaya çalışan, sürekli fayda hesaplaması yapan, duygulardan arınmış akli ile hareket eden hipotetik bir insanın karşılığı olarak kullanılmaktadır. Modern finans teorileri oluşturulurken bu teorilerde insanların rasyonel oldukları veri olarak kabul edilmektedir. İşin ilginç tarafı insana ilişkin bu varsayımlar herhangi bir ampirik

çalışmaya dayanmamaktadır. Beklenen fayda teorisi bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Bu teoriye karşı yapılan itirazların temelinde gözlemlenen insan davranışının teoride varsayılandan farklı olması yatmaktadır. Deneysel kanıtlar, laboratuvar ortamında oluşturulan risk içeren yapay durumlarda bireylerin davranışlarının teoride öngörülenden farklı olduğunu göstermektedir (Bostancı, 2004: 5).

2.1.1.3. Bayesci Öğrenme Teorisi

Karar almada geleceğin belirsizliği sorununu aşmaya yönelik çalışmalardan birisi de Thomas Bayes'e aittir. Kendisi de bir matematikçi olan Bayes'e göre gelecekteki olayları tahmin etmede önceki olayların bilgisi kullanılarak, olasılık ve istatistikten yararlanan bir karar alma yöntemi oluşturulabilmektedir. Belirsiz bir sonuca sahip bir durumu ölçmenin tek yolu onun olasılık dağılımını hesaplamaktan geçmektedir. Bayesci mantık, 18. yüzyılda yapılan bir yayımla ortaya çıkmakla beraber, kullanım alanı bulamamıştır. Modern Bayesci anlayış ise 20. yüzyılın ikinci yarısında, Jim Savage ve Dennis Lindley'in öncülüğünde önem kazanmıştır. Özellikle 80'li ve 90'lı yıllarda güçlü bilgisayarların ortaya çıkmasıyla yayılmaya başlamış ve bilgisayar programları geliştirilmiştir.

2.1.1.4. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin mevcut olan bütün bilgiyi yansıttığını, fiyatların bilgi girişiyle değişmediğini varsaymaktadır. Yani fiyat değişimleri tamamen rassaldır. 1970'li yıllarda gelişimi hız kazanan "Etkin Piyasalar Hipotezi" menkul kıymet analizlerinde ekonomi ve finans çevrelerinde yaygın olarak kabul görmüştür. Etkin piyasalar hipotezi, çıkış noktası olarak tam rekabet piyasasını göz önünde bulundurmuş ve bu piyasa kurallarını sermaye piyasalarına uyarlamıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde, eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ise, herhangi bir andaki menkul değer piyasa fiyatı o menkul değer gerçeğe eşit olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezi belli varsayımlar üzerine kurulmuştur:

1. Piyasada çok sayıda katılımcı vardır, her katılımcı eşit fırsatlara sahiptir ve rekabet söz konusudur.
2. Yatırımcıların seçimleri risk ve getiri temeline dayalıdır ve hiçbir yatırımcı piyasa beklentilerinin üzerinde getiri elde edemez (Oral, 1996: 14).
3. Katılımcılar her türlü bilgiye kolay, çabuk ve düşük maliyetli bir şekilde ulaşılabilir.
4. Yatırımcının temel amacı ekonomik faydasını en çoklamaktır (Kocaman, 1995: 9).
5. Yatırımcılar birbirinin aynı zaman ufkuna sahiptir.
6. Faaliyetlerin devamlılığı piyasaya yapılan müdahalelerden etkilenmez.
7. Hisse senedi fiyatları, yeni bilgilere dayalı olarak değişmektedir.

Bu basitleştirici varsayımların dışında etkin piyasalar hipotezi üç temel varsayımı içermektedir (Shleifer, 2000: 2):

1. Yatırımcılar rasyoneldir ve menkul kıymetleri rasyonel değerlendirirler.
2. Bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile, rasyonel davranmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve böylece fiyatlar etkilenmemiş olur.
3. Yatırımcılar aynı yönde rasyonellik dışı davranış sergilerlerse, piyasada bulunan rasyonel arbitrajcılar, bu davranışların fiyatları etkilemesini engellerler.

Yatırımcılar, hisse senetlerinin temel değerlerini gelecek nakit akımlarının risk durumuna göre bulacakları bir iskonto oranını kullanarak bugünkü değerine indirgemek suretiyle hesaplamaktadırlar. Piyasanın denge durumunda bu fiyat, hisse senedinin piyasada oluşan fiyatına eşittir. Piyasa, nakit akımlarını ve risk durumunu etkileyecek haberlere karşı fazlasıyla duyarlıdır ve bu haberleri anında hisse senedi fiyatlarına yansıtmaktadır. Bunun sonucunda, menkul kıymet fiyatları, mevcut olan

bilgiyi anında bir araya getirir ve net bugünkü değer hesaplaması yaparak sonucu ortaya koymaktadır.

Fama, piyasaları etkinlik açısından üç grupta incelemiştir. Etkin piyasa hipotezine göre piyasa daima dengededir, yani etkindir ancak teori etkinliğin farklı seviyeleri olduğu kabul etmektedir. Zayıf formda etkinlikte, piyasadaki fiyatlar geçmişte oluşan bilgileri yansıtmaktadır (Çinko, 2006: 2). Fiyat değişimleri tamamen rassal olarak gerçekleşir. Bir dönemdeki fiyat değişimleri diğer dönemdeki fiyat değişimlerinden bağımsız olarak hareket ettiğinden bu etkinlik türünde, geçmiş fiyat hareketlerini inceleyerek, gelecekteki fiyat hareketlerini saptayabilmek mümkün değildir. Yarı-güçlü etkin bir piyasada, geçmiş fiyat hareketleri bilgisinin yanı sıra genel ekonomik veriler, sektör ve şirketle ilgili ekonomik veriler gibi şirketi ilgilendirebilecek kamuya açıklanmış her türlü bilgi menkul kıymet fiyatlarına tamamen yansımıştır. Bu tür piyasalarda da kamuya açıklanan bilgileri kullanarak piyasada olağandışı getiri elde etmek mümkün değildir. Güçlü etkin piyasa, kamuya ait olan veya olmayan her türlü bilginin menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı piyasadır (Bostancı, 2004: 8). Bu piyasalarda hiç kimse özel bir bilgiye sahip olarak, anormal getiri sağlayamaz. Ancak günümüzde hiçbir sermaye pazarının tam güçlü etkinlikte olmadığı gözlemlenmektedir.

Etkin piyasalar teorisine göre, etkin bir piyasada, rasyonel yatırımcılar hisse senetlerinin değerini doğru hesaplayacakları için hisse senetlerinin fiyatları daima dengede olacaktır. Bir an için hisse senetlerinin fiyatları yanlış oluşsa bile, bu yanlış fiyatlandırmayı fark eden arbitrajcılar, fiyatların denge seviyesine gelmesini sağlayacaklardır.

2.1.2. Davranışsal Finans Kavramı

İnsan doğası çoklu motivasyonlar, inançlar ve davranışlardan oluşmaktadır. Psikolojik araştırmalar insanın içinde barındırdığı zenginliği ve çeşitliliği öne çıkarmaya çalışırken, iktisat bilimi bu konuda oldukça basitleştirilmiş varsayımlar

kullanılmaktadır. İktisat biliminin en temel dayanak noktası insanların rasyonel olduğu ve daima kendi çıkarları doğrultusunda hareket edecekleridir.

Yaklaşık olarak 1950'li yıllardan 1970'li yıllara kadar geleneksel finans yaklaşımı benimsenmiş, yatırımcıların akılcı davrandıkları ve gelecekle ilgili öngörülerinde tarafsız oldukları varsayımıyla hareket edilmiştir. 1979 yılında, bir psikoloji profesörü olan Kahneman'ın insan sezgileri ve karar alma süreçleri üzerine başlattığı çalışmalar, yalnızca psikoloji alanında değil ekonomi ve finans alanında da çok önemli bulgular ortaya koymuştur. Kahneman'ın yapmış olduğu bu çalışmalar davranışsal finans modellerinin temellerini oluşturmaktadır. Bu çalışmalarla, yatırımcıların rasyonel olduğu fikrini benimseyen ve seçimlerine ilişkin sistematik yaklaşımlar öneren geleneksel finans anlayışı tartışılır hale gelmiştir.

Kahneman'ın ortaya koyduğu bulgular, yatırımcıların karar alırken mantıklı davranmadığı ve olasılık hesaplarını doğru yapıp buna göre kararlarını şekillendirmediğini ortaya koymuştur. Yani yatırımcıların kararlarında, olasılık hesapları yerine kestirme yolların, psikolojik sezgilerin ya da yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik durumun etkili olduğu görülmüştür (Barak, 2006: 3).

Daha sonra yapılan pek çok çalışmada da yatırımcıların her zaman akılcı davranmadıkları ve seçimlerinde kuralcı olmadıkları kanıtlanmıştır. Bu bulgular üzerine, piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınarak ve karar alma süreçlerine psikolojik faktörlerin de eklenmesiyle davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Tufan, 2006: 23). Bu bağlamda davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Davranışsal finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere dayanmaktadır.

Başlangıçta, davranışsal finansa önyargılı yaklaşılmıştır. Ancak, özellikle son on yılda psikoloji ve duyguların finansal kararlar üzerindeki etkisi kanıtlanmaya başlanınca daha ikna edici olmaya başlamıştır. Günümüzde, davranışsal finansa olan ön yargılar yavaş yavaş ortadan kalkmaktadır (Nofsinger, 2005:1). Bununla beraber, ekonomi ve finans açısından yeni gelişmekte olan bir alan olduğu için henüz çok iyi tanımlanmamıştır. Literatürde aşağıdaki tanımlamalara rastlanmaktadır (Fuller, 1998: 5-12):

- Davranışsal finans, klasik ekonomi ve finansın, psikoloji ve karar alma ilkeleriyle birleştirilmesidir.
- Davranışsal finans, finans literatüründe gözlemlenen ve raporlanan anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışan bilimsel bir yaklaşımdır.
- Davranışsal finans, yatırımcıların finansal kararlarında sistematik olarak nasıl bilinçsel ve mantıksal hatalar yaptıklarının incelenmesidir.
- Davranışsal finans, yatırımcıların finansal varlıklarının beklenen getirileriyle ilgili tahminlerde bulunurken nasıl sistematik hatalar yaptıklarının belirlenmesidir.

Bu tanımlamalardan da anlaşılacağı gibi davranışsal finans teorisi bilişsel psikoloji biliminin bireysel karar alma sürecine etkilerini incelemekte, insanların rasyonel davrandığı görüşünü benimseyen geleneksel finans kuramlarından farklı bir yaklaşım izlemektedir. Davranışsal finansın amacı genel anlamda yatırım yapan insanların yatırım kararlarında hangi faktörlerden etkilendiklerini ve nasıl davrandıklarını açıklamaya çalışmaktır. Davranışsal finansta insanlar rasyonel değil normal olarak kabul edilmektedirler. Davranışsal finansçılar yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, karar alıcıyı tatmin eden kararlar olduğunu öne sürmektedirler (Bostancı, 2004: 9).

2.1.3. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Davranışçılık, psikolojide yeni bir yaklaşım olarak ilk kez 1913 yılında, John D. Watson tarafında ortaya atılmıştır. Araştırmacı, bireylerin davranışlarını belirleyen faktörlerin içsel eğilimlerden çok dış çevre olduğunu ortaya atmıştır. Davranışçılık, daha sonra B. F. Skinner tarafından geliştirilmiştir. (Daniel, David, ve Teoh, 2001: 1).

Davranışçılık, psikolojide 1900'ü yıllardan beri bilinen bir yaklaşım iken, davranışsal finansın temeli daha eskilere dayanmaktadır. Davranışsal finansın temeli Adam Smith'in Ahlaki Düşünce Kuramı adlı kitabına kadar dayandırılabilir. Bu kitabında Smith, günümüzde davranışsal finans tarafından geliştirilen, insan psikolojisiyle ilgili bir takım saptamalarda bulunmuştur. Örneğin Smith, "...iyi bir durumdan kötü bir duruma geçtiğimizde acı çekiyoruz. Daha sonra tekrar kötü durumdan iyi duruma geçtiğimizde mutlu oluyoruz...demektedir, ki bu, davranışsal finasta yer alan kayıptan kaçınma düşüncesiyle riske girmeme durumunu ifade etmektedir (Tufan, 2003: 23-24).

1950'li yıllarda Edwards, gelecekteki araştırmalarda karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma sahası olarak tanıtmıştır. Allais (1953) belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarırken, Simon (1956), sınırlı akılcılığa dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımını önermiştir. Bilişsel psikoloji alanında, Kahneman ve Tversky'nin (1979), yargılama ve karar vermeye ilişkin çalışmaları ekonomi ve finans alanında bir çığır açmıştır. Bu çalışma geleneksel disiplinler arası bağlantı kurmanın da ötesine giderek, ekonomi ile psikoloji arasında bir köprü oluşturmuştur (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 10).

Davranışsal finansın 80'li yıllardan itibaren yeniden gündeme alındığı görülmektedir. Özellikle, Etkin Piyasalar Hipotezi ve geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerinin ortaya çıkması ve bu kuramların yeterli olmadığı yönünde kanıtlar sunulması ile önem kazanmıştır.

Yirminci yüzyıla kadar genel olarak ekonomi ve dolayısıyla finansta psikoloji yaklaşımı reddedilmiş, yapılan bilimsel çalışmalarda, insan doğasının homo-economicus (rasyonel insan) olduğu varsayımına dayanan neoklasik yaklaşım kabul görmüştür. Yirminci yüzyılın başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, bu yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiş ve dikkate alınmamıştır (Tufan, 2003: 24).

Davranışsal finansın tartışılmaya başlanmasına kadar finans alanındaki birçok çalışma, insanların tüm yatırım kararlarında, mevcut bilgiyi akılcı ve doğru bir şekilde dikkate aldığı fikrine dayanmaktaydı. Fakat davranışsal finans alanındaki deneysel çalışmalar insanların karar verme sürecinde, rasyonel davranmadığını ortaya çıkarmıştır. Yine Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologların, bireylerin karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları birçok çalışma, rasyonellikten sistematik sapmaların olduğunu kanıtlamıştır (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002:1-2).

Daniel Kahneman, insan davranışı, beklentileri ve karar alma mekanizmaları üzerine yazdığı makaleler ve sunduğu kanıtlarla, finansın piyasa mekanizmasını anlamaya çalışan bu yeni bilim dalı için bir çıkış noktası oluşturmuş ve bu çalışmasıyla 2002 yılı Ekonomi Nobel ödülüne layık bulunmuştur. Kahneman 2002 yılında Ekonomi Nobel'ini alışımlı davranışçı finansın akademi tarafından resmi olarak tanınması olarak değerlendirilmektedir. (Yazıcı, <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/030103.htm>).

Günümüzde, davranışsal finans hızla taraftar bulan ve çok sayıda çalışma yapılan bir alan olmakla kalmamış, uluslar arası düzeyde sempozyumlar ve yüksek lisans ve doktora programlarıyla da finans biliminde kendisine iyi bir yer edinmiştir (Tufan, 2006: 29).

2.1.4. Davranışsal Finans Teorilerinin Hareket Noktası: Yatırımcıların Eğilimleri

2.1.4.1. Yatırımcı Kavramı

Sermaye piyasalarının taraflarından biri olan yatırımcılar, piyasada alıcı ve satıcı konumdadırlar. Gerçek kişi yatırımcılar, kişisel tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yatıran kişilerdir. Tüzel kişiler ise, özel sektör kuruluşları ile Devlet ve Kamu kuruluşlarıdır. Özel ve kamu tüzel kişi yatırımcıları, ellerindeki fazla fonların değerlendirilmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan kuruluşlardır (Ünal, 1997: 20). Sermaye piyasasının en etkin unsuru ve piyasanın dayanağı bireysel yatırımcılardır. Bireysel yatırımcıların ilgisinin ve tercihlerinin olmadığı bir piyasa suyu çekilmiş bir değirmen gibidir. Finansal varlıkların alıcısı durumunda olan bireysel yatırımcılar olmazsa piyasaya menkul kıymet ihraç edenlerin ve işlemlere aracılık yapanların bir anlamı olmayacaktır (Rodoplu, 2001: 143).

2.1.4.1.1. Bireyleri Yatırım Yapmaya Yönelten Etkenler

Ekonomik birimler (hane halkı, işletmeler, devlet vb.) gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarında kullanmayarak bir bölümünü tasarruf ve yatırıma yönelmektedirler. Günümüzde, tüketim harcamalarından daha fazla bir gelir elde eden bireyler, sermaye piyasası araçlarını yatırım aracı olarak kullanabilmektedirler. Tasarruflarını sermaye piyasasında hisse senedi ve tahvil satın almak şeklinde değerlendiren yatırımcılar, yatırımdan makul ve sürekli bir gelir elde etmeyi ve menkul kıymetlere yatırılan tasarrufu, istendiğinde değer kaybına uğramadan nakde dönüştürülebilmeyi amaçlamaktadırlar.

Tasarruf sahipleri, tasarruflarını yatırım araçları yoluyla sermaye piyasasına aktarırken yüksek getiri, güven ve likidasyon beklentilerine göre hareket etmektedirler (Koruyan, 1996: 176). Ancak, tasarruf sahiplerinin bu hareketlerini

kısıtlayan, ya da tasarruf sahiplerini karar alma aşamasında etkileyen bazı etkenler de söz konusudur. Bunlar; kişisel etkenler, finansal etkenler ve çevresel etkenlerdir.

2.1.4.1.1.1. Kişisel Etkenler

Tasarruf sahibinin yatırım kararını yönlendiren kişisel etkenler; tasarruf sahibinin bilgisi ve zamanı, yaşı ve sağlık durumu, beklentileri, geliri ve yaşam biçimi ile psikolojik yapılarıdır.

Tasarruf Sahibinin Bilgisi ve Zamanı: Bireylerin ekonomik konulardaki düşünce ve davranışları eğitim düzeyine ve bilgisine bağlıdır. Finansal konularda yeterince bilgisi olmayan birey; menkul kıymetlere yatırım yapmak istediğinde, bu kıymetlere ait bilgileri değerlendirmede yetersiz kalacağından bilgi istemeyen veya çok az bilgi isteyen alanlara yönelecektir. Diğer taraftan bazı tasarruf sahipleri yeterli bilgiye ve menkul kıymetler arasında ilişki kurabilme yeteneğine sahip olsa bile bu analizleri yapmaya ve strateji belirlemeye zaman bulamayabilir. Bu durumda bu yatırımcılar bir danışmanla çalışmayı ya da izlenmesi gerekmeyen yatırım alanlarına yönelmeyi tercih edeceklerdir (Mishkin, 1989: 614).

Yatırımcıların Yaşı ve Sağlık Durumları: Yatırımcıların yaşları ve sağlık durumları yatırım amaçlarını, tercihlerini ve vadelerini etkileyen önemli bir unsurdur. Genç yaştaki bir yatırımcı, geleceğini garanti altına alabilmek ve sahip olduğu varlıkları arttırabilmek amacıyla yatırım yaparken yaşlı bir yatırımcı, sağlık problemlerini de göz önüne alarak elindeki birikimi hemen nakde çevirebilecek şekilde veya nakit olarak saklamak isteyecektir (Aşıkoğlu, 1996: 27-28).

Yaşlı yatırımcılar, uzun bir ömre sahip olmadıklarını düşündüklerinden uzun süreli yatırım planı yapmazken genç yatırımcılar, uzun vadeli getirisi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih edebilirler. Genç yatırımcılar kazançlarını etkileyecek risklerle daha çok mücadele etmekte, uzun yıllar boyunca hisse senetlerini ellerinde tutmayı sürdürmektedirler. Yaşlı yatırımcılar ise aksine bu tür mücadeleden kaçmanın yollarını aramaktadırlar.

Yaşlı yatırımcılar finansal hedefleri karşılaştırmak ve borsayı araştırmak gibi konularda genç yatırımcılara göre daha isteksiz davranmaktadırlar. Bu nedenle de zahmetsiz ve riski az olan yatırım araçlarını tercih etmektedirler.

Yatırımcıların Beklentileri: Yatırımcı beklentileri, yatırım kararları üzerine önemli rolü olan bir etkidir. Çünkü yatırımcılar yatırımlardan olan beklentileri doğrultusunda kararlar almaktadırlar.

Yatırımcıların yatırımlardan öncelikli beklentileri düzenli gelir elde etmektir. Bu nedenle yatırım yapacakları menkul kıymetlerin geçmiş performanslarını analiz ederek kendilerine gelecekte sağlayacağı gelirleri beklentileri ile karşılaştırmaktadırlar. Sonuçta, hisse senetlerinin gelecekte sağlayacağı getirileri, beklentilerinin üzerinde ise, yatırımcılar bu hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih edeceklerdir (Larson, 1990: 679).

Yatırımcıların Gelir Düzeyleri ve Yaşam Biçimleri: Tasarruf sahiplerinin beklentilerinin ve yatırıma ayıracakları fon miktarının belirlenmesinde, yatırımcıların gelir düzeylerinin ve yaşam biçimlerinin etkisi büyüktür. Yüksek gelir seviyesine sahip yatırımcıların yatırımlara ayıracakları fon miktarı düşük gelirli yatırımcılara oranla daha fazla olacaktır.

Gelir düzeyi yüksek olan yatırımcılar, riskli yatırımları daha düşük gelire sahip olan yatırımcılara göre kolayca kabul edebilmektedirler. Çünkü bu yatırımcılar için yatırıma ayırabilecekleri miktar, toplam gelirleri içinde düşük bir oranda kalacağından zarardan etkilenme dereceleri de düşük gelirli yatırımcılara oranla daha az olacaktır (Rodoplu, 2001: 147). Gelir düzeyi düşük olan yatırımcılar ise, tasarruflarını kaybetmemek için, yatırım tercihlerinde daha temkinli davranacak ve risk almaktan kaçınacaktır.

Yatırımcıların Psikolojik Durumları: Yatırımcıların psikolojik durumları; onların değer yargılarını, tutumlarını, fikirlerini, algılama biçimlerini, deneyimlerini ve öğrenme yeteneklerini göstermektedir. Fakat her yatırımcı farklı faktörlerden

etkilenmektedir. Bundan dolayı yatırımcıların, yatırım kararlarını etkileyen psikolojik ve sosyopsikolojik faktörleri; yatırımcıların gereksinme ve güdüsü, kişilik yapısı, algılama ve öğrenme yeteneği ve tutumu başlıkları altında incelemek mümkündür.

Gereksinme ve Güdüler: Gereksinme, bireyin psikolojik varlığından kaynaklanan ve yaşadığı sosyo-kültürel yapıdan etkilenen eksiklik duygusudur. Gereksinmeler, belirli bir zaman süreci içerisinde tatmin edilemediği durumda bireyde baskı yaratmaktadır. Güdüler ise, yatırımcı davranışlarını tek bir karara veya eyleme yönlendirmektedir. Bu özellikleri nedeniyle güdüler, yatırımcıları olumlu veya olumsuz yönde harekete geçiren güçlerdir (Tatlıldil, Oktav, 1999: 43).

Kişilik Yapısı: Kişilik, bireyleri birbirlerinden farklı ve benzersiz kılan bireysel özellikleri ifade etmektedir. Kişilik özellikleri yatırımcıların, yatırım kararlarında kabul edebilecekleri risk seviyesini belirlemektedir. Girişken yapıdaki yatırımcılar, daha fazla getiri elde edebilmek için daha fazla risk almayı göze alırken, korkak bir kişiliğe sahip olan yatırımcılar elde ettiklerini kaybetme korkusuyla daha az riskli yatırımlara yönelmektedirler (Aksulu, 1993: 23).

Algılama ve Öğrenme Yeteneği: Algılama, dış çevreden gelen bilgileri bütünleştirme süreci olarak tanımlanabilir. Öğrenme ise, yaşanan deneyimler sonucunda davranışlarda ortaya çıkan bir takım değişiklikleri ifade etmektedir (Bilgen, 1990: 17). Bireylerin değer yargıları, idealleri, kişiliği ve tutumları yaşadıkları kültürel yapı içerisinde, bir takım deneyimler sonucu ve zamanla oluşmaktadır. Dolayısıyla her bir bireyin/yatırımcının geçirdiği öğrenme süreci ve bu sürecin sonundaki kazanımlar farklı olduğu için aynı olay karşısında verecekleri kararlar da farklı olacaktır.

Tutum: Tutum, bireyin bir nesneye, bir kişiye ya da bir olaya bakış açısı olarak tanımlanabilir. Bireylerin bilgisi, inancı, hisleri ve dünya görüşleri kendilerinde bir takım fikirlerin ve dolayısıyla tutum oluşmasına neden olmaktadır. Yatırımcılar da, risk konusunda mevcut bilgilerini ve öğrendiklerini duygusal

faktörlerle birleştirerek davranış haline getirmektedirler. Bu davranışlar süreklilik kazanarak bir tutum oluşturmaktadırlar. Bu tutum yatırımcının kişisel özellikleri, deneyimleri gibi faktörlerin de etkisiyle zaman içerisinde değişiklik gösterebilmektedir.

2.1.4.1.1.2. Finansal Etkenler

Yatırımcılar birikimlerini değerlendirirken, var olan sermayeyi korumayı, sermayede değer artışı yaratmayı ve sermayeden düzenli ve tatminkar bir gelir elde etmeyi amaçlamaktadırlar.

Sermayeyi Koruma İsteği: Sürekli enflasyon yatırımcıları ve yatırım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden birisidir. Özellikle menkul kıymetlere yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı sürekli enflasyon ortamında yatırımdan kaçınabilmektedir. Çünkü enflasyon nedeniyle işletmenin sahip olduğu öz varlığın defter değeri artsa bile, bu artış işletmenin hisse senedi fiyatlarına yansımayaabilir. Aksine hisse senetleri fiyatlarında düşüş söz konusu olabilir (Akgün, 1996: 265). Aynı şekilde enflasyonla birlikte yükselen faiz oranları da hisse senetlerinin gerçek değerinin düşmesine neden olabilmektedir.

Ekonomik trendlerin yatırım kararları üzerinde yarattığı bu etki tasarruf sahiplerinin ekonomik tahminlerinde enflasyon ve faiz oranlarına itibar etmelerine ve bu amaçla birikimlerini, alternatif yatırım araçları arasında enflasyondan koruyacak yatırım araçlarına yönelmelerine neden olmaktadır.

Değer Artışı Sağlama İsteği: Tasarruf sahiplerinin yatırım yapmadaki amaçlarından birisi de, sermayeyi arttırma isteğidir. Bu nedenle yatırımcılar, enflasyon oranının üzerinde değer artışı veya gelir getiren menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Yatırımcı yatırıma dönüştürülen sermaye miktarında oldukça yüksek bir artış beklentisi içerisindeyse hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih edecektir. Fakat her yatırımcı yüksek getiri beklentisi ile riskli yatırımları

tercih etmeyebilir. Böyle bir yatırımcı riski ve getiri düzeyi düşük olan tahvilleri yatırım aracı olarak değerlendirebilir.

Devamlı Gelir Elde Etme İsteği: Yatırımcılar sermayelerinde değer artışı bekledikleri gibi yaptıkları yatırımlardan sürekli ve belirli bir gelir elde etmeyi de amaçlamaktadırlar. Tasarruf sahipleri yatırım alternatiflerini bu doğrultuda değerlendirerek karar vermektedirler.

2.1.4.1.1.3. Çevresel Etkenler

Tasarruf sahibinin yatırım tercihlerini etkileyen çevresel etkenler ise, tasarruf sahibinin içinde bulunduğu kültürel yapı, grup-aile ilişkisi ve referans grubu gibi etkenlerdir.

Sosyal ve Kültürel Yapı: Bireylerin içinde yaşadıkları sosyal ve kültürel ortam tutum ve düşüncelerini şekillendiren önemli etkenlerdendir. Bu bağlamda, tasarruf sahibinin sosyal ve kültürel durumu, karar verme sürecini etkilemektedir. Tasarruf sahibinin yaşı, cinsiyeti, eğitim düzeyi ve mesleki durumu gibi etkenler karar alma düzeyinde hareket noktasını belirleyecektir. Örneğin eğitim düzeyi yüksek olan bir tasarruf sahibi yatırım kararlarını birçok inceleme ve analiz sonucu alacak, düşük gelirli bir tasarruf sahibi, yüksek gelirli olanlara göre daha temkinli ve tutucu davranacaktır (Emektar, 2007: 40).

Grup – Aile: Grup, bireylerin üyesi olduğu ve karşılıklı ilişkilerin sürdürüldüğü ve en az iki kişiden oluşan insanlar topluluğudur. Aile ise, yüz yüze ilişkilerin olduğu birincil bir grubu ifade etmektedir.

Yatırımcılar bir gruba bağlı olarak ya da bir aile içerisinde yaşadıklarından alacakları kararlarda aile veya gruplarından etkilenmeleri kaçınılmaz olacaktır. Yatırımcılar, yalnızca kendi hisleri ile karar almanın hatalı sonuçlara yol açacağını düşündükleri için bir grup veya ailenin onayına ihtiyaç duymaktadırlar (Usul, 2000:

53). Çünkü yatırımcılar grubun alacağı kararlara güvenme ve bu nedenle de grubu taklit etme eğilimdedirler.

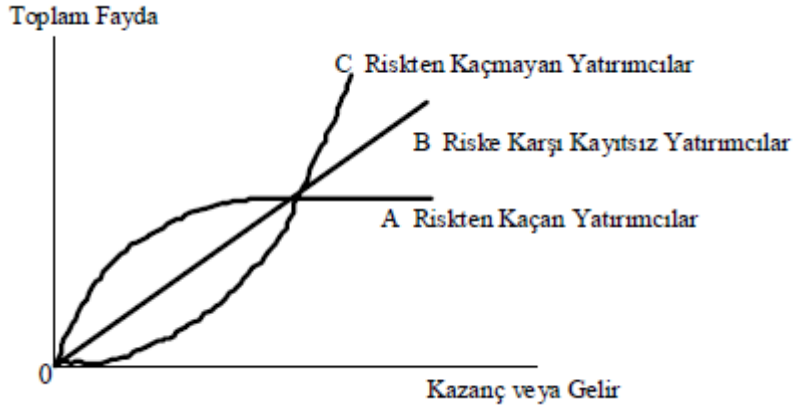
Referans Grup: Referans grup, bireyin henüz gerçek üyesi olmadığı ancak üye olmak istediği, bunun için çeşitli çabalar gösterdiği grup olarak tanımlanabilir. Bu topluluklar bireylerin davranışlarını değerlendirmesinde referans noktası oluşturduğundan davranış ve tutumlar üzerinde önemli etkiye sahiptir. Çünkü birey, referans gruba dahil olabilmek için grubun sergilediği tutum ve davranışları benimseme eğilimindedir.

Yatırımcılar da yatırım kararı alırken referans grubun kararlarından etkilenmektedir. Özellikle sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcılar, kendisinden daha tecrübeli olan kişilerin tavsiyelerini dikkate alma ve bu doğrultuda yatırım yapma eğilimindedirler.

2.1.4.1.2. Yatırımcı Profilleri

Yatırımcıların risk karşısındaki davranış stilleri finansal yatırım kararlarını etkilemektedir. Yatırımcılar genel olarak, aynı beklenen getiri düzeyinde riski az olan alternatifi, aynı risk düzeyinde beklenen getirisi fazla olan alternatifi tercih etme eğilimindedirler. Bununla birlikte yatırımcılar riske karşı tutumlarına göre; risk seven (risk lover), riskten kaçınan (risk averse) ve riske karşı kayıtsız (risk neutral) olmak üzere üç gruba ayrılabilirler. Genel yaklaşım yatırımcıların yatırım kararlarında riskten kaçınan eğiliminde olduğudur.

Şekil 4: Risk Karşısında Yatırımcı Profilleri



Kaynak: Ceylan, Korkmaz, 2000, s. 258.

2.1.4.1.2.1. Riski Seven Yatırımcı

Riski seven yatırımcılar, yatırımlarından yüksek getiri elde etmeyi bekleyen ve bu nedenle de yüksek risk düzeyine katlanmayı göze alan yatırımcılardır. Bu tip yatırımcılar için getiri ne kadar yüksek olursa, risk de o kadar yüksek olacaktır (Karaoğlu, 1995: 5).

Riski seven yatırımcılar için bir yatırımın beklenen getirisi, yatırım yapmamanın beklenen getirisinden daha büyüktür. Bu tür yatırımcılar için her fazla birimden kazanılacak verimliliğin sağlayacağı fayda artacaktır. Paranın marjinal faydası 1'den büyüktür.

2.1.4.1.2.2. Riskten Kaçan Yatırımcı

Riskten kaçan yatırımcılar, risk almaktan hoşlanmaz ve bu nedenle yatırım kararı alırken aynı getiri düzeyinde riski daha az olan yatırımları ya da en düşük risk düzeyinde en yüksek getiriye sağlayacak yatırımları tercih etme eğilimindedirler.

Devlet tahvilleri bu tür yatırımcılar için ideal bir yatırım aracı olabilir. Riskten kaçan yatırımcıların marjinal faydası negatiftir.

2.1.4.1.2.3. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcı

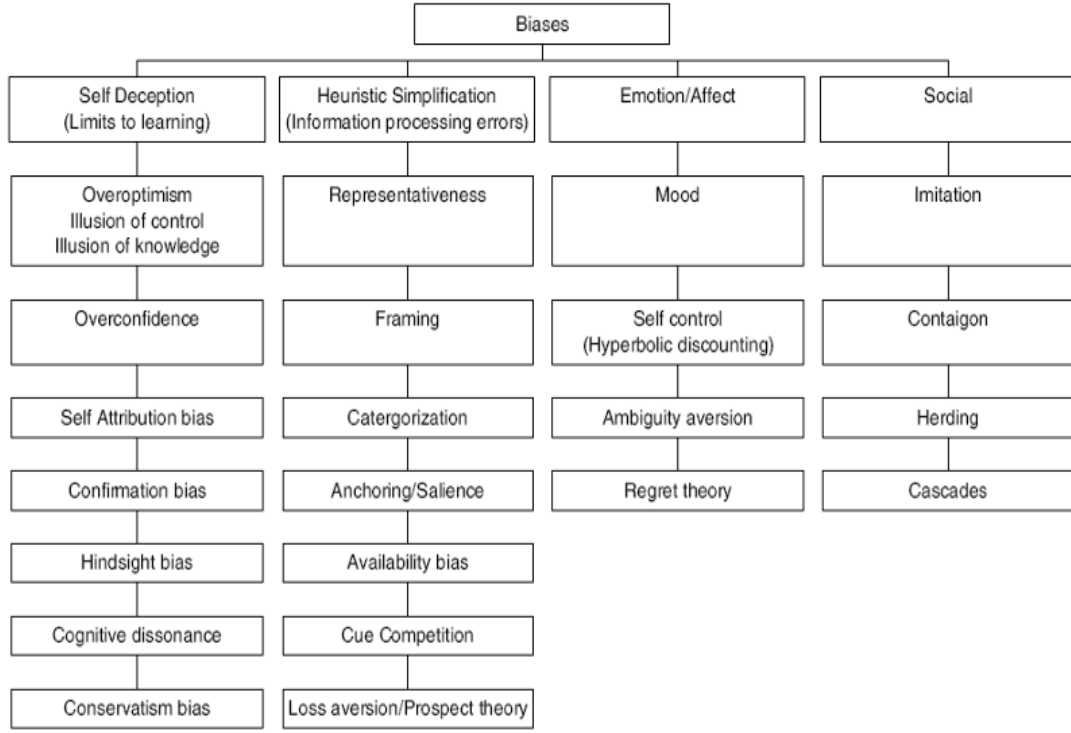
Riske karşı kayıtsız kalan bu tür yatırımcılar, riskle ilgilenmezler. Bu tür yatırımcılar için yatırımların risk düzeyi değil getirisi önemlidir. Riske karşı kayıtsız kalan yatırımcılar için paranın marjinal faydası 1'dir.

2.1.4.2. Yatırımcı Eğilimleri

Bireyler yatırım kararlarında, kararlarını etkileyecek birçok etkenin etkisinde kalmaktadırlar. Bu etkenler doğrultusunda ilgili bilgilere ulaşabilmek ve ulaşılan bilgileri doğru bir şekilde değerlendirerek karar vermek oldukça güçtür. Bu durum bireylerin, belirsizlik altında karar verirken, optimal istatistiksel modelleri uygulamak yerine zihinsel kısayollar (heuristics) kullanmalarına neden olmaktadır. (Goldenberg, 2004: 131) Zihinsel kısayollar, insanların karar verirken akıl yürütmek yerine, geçmiş deneyimlerinden yararlanarak karar vermeleri durumunu ifade etmektedir. Bu süreç bireylerin çaba harcamadan, ulaştıkları bilgilerin tümünü dikkate almadan, tüm alternatifleri sistematik bir şekilde gözden geçirmeden karar verdikleri bir süreçtir. Dolayısıyla karar verme sürecinde kısayolların kullanılması bireylere zamandan tasarruf olanağı sağlamakla beraber hatalı kararlar verilmesine, yargılama hatalarının ve eğilimlerinin (bias) ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Hirsleifer 2001 yılında yaptığı çalışmada karar verme sürecinde yapılan hataların dört temel nedenle ortaya çıktığını gözlemlemiştir. Bu nedenler; kendini kandırma (self deception), duygular (emotion), bilişsel eğilimler (cognitive bias) ve sosyal etkileşim (social interaction) olarak sıralanabilir. Bu doğrultuda en sık rastlanan eğilimler Şekil 5'te gösterilmektedir :

Şekil 5: Eğilimlerin Sınıflandırılması



Kaynak:http://www.performancetrading.it/documents/jmglobal/jmg_table-error.htm

2.1.4.2.1. Kendini Kandırma Eğilimi (Self Deception)

Ekonomistler insanların, geçmişte yaptıkları hatalardan ders aldıklarını ve gelecekteki davranışlarını bu çıkarımlara göre şekillendirdiklerini varsaymaktadır. Ancak, psikologlar geçmişteki hatalardan ders almanın ve öğrenmenin hileli durumlar içeren bir süreç olduğunu ortaya koymuşlardır. Kendini kandırma insanların geçmiş hatalarından ders alma kabiliyetini sınırlandırmaktadır. Çünkü bu tür eğilimler, insanların içinde buldukları durumu tam olarak anlayamamalarına ve aslında olduklarından daha iyi bir durumda olduklarını düşünmelerine neden olmaktadır. Kendini kandırma, insanlarda çeşitli eğilimlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bunların en sık rastlananları; aşırı güven eğilimi, aşırı iyimserlik eğilimi, hataları yanlış değerlendirme eğilimi, sonucu bildiğini düşünme eğilimi olarak sıralanabilir.

2.1.4.2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi (Overconfidence Bias)

İnsanlar, gerçekte bildiklerinden daha fazlasını bildiğine inanma, sahip olduğu bilgilere gerçekte olduğundan daha fazla değer vererek bu bilgilere yüksek güven duyma, önem verme veya inançlarını bu yönde pekiştirme eğiliminde olabilirler (Phung, http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral9.asp). Bu eğilim “Aşırı Güven Eğilimi” olarak adlandırılmaktadır.

Rasyonel yatırımcılar, yatırımların beklenen getirileri işlem maliyetlerinden fazla olduğu sürece yatırım yaparlarken, kendine aşırı güven duyan yatırımcılar ise sahip oldukları bilgilerin değerinin, normalde olduğundan daha fazla olduğunu düşünmekte ve yatırımın beklenen getirisinin normalde olduğundan daha fazla olduğunu tahmin etmektedirler. Bu durumda, yatırımın net beklenen kazancı negatif olsa bile yatırım yapabilmektedirler (Ertan, 2007: 28).

Aşırı güven eğiliminin, insanları daha fazla işlem yapmaya yönlendirdiği görülmektedir. Bunun en iyi örneği Barber ve Odean'ın, 2000 yılında yaptıkları çalışmada gözlenmiştir. Barber ve Odean çalışmalarında bir aracı firmanın 78.000 adet yatırımcısını incelemiş ve bu yatırımcıları işlem yapma sıklıklarına göre 5 gruba ayırmıştır. İncelemeler sonucunda en sık işlem yapan grubun yıllık getirisinin, işlem maliyetleri de dikkate alındığında, en az işlem yapan grubun getirisinden %6 daha az olduğunu saptamışlardır.

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar erkeklerin kadınlara nazaran kendilerine daha fazla güvendiklerini ortaya koymuştur. Barber ve Odean, 2001 yılında yaptıkları diğer bir araştırmada, “erkekler kadınlardan daha çok işlem yaparlar” ve “daha fazla işlem yaptıkları için erkeklerin performansı kadınlara göre daha düşük olmaktadır” hipotezlerini test etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda, erkeklerin kadınlardan %45 oranında daha fazla işlem yaptıkları ortaya konmuştur. Ayrıca yapılan fazla işlemlerin kadınların net gelirini %1,72 oranında, erkeklerin net gelirini ise %2,65 oranında azalttığı sonucuna varılmıştır (Barber, Odean, 2001: 273).

Erkeklerin daha fazla işlem yapmalarının nedeni kendilerine olan aşırı güvenden ya da kadınlara göre daha fazla kesin bilgiye sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Her iki durum da daha fazla işlem yapmayı beraberinde getirmektedir.

Yatırımcıların hisse senedi değerlemelerinde ve hisse fiyatlarının ileriye dönük hareketlerine dair kendi tahminlerine aşırı güven duymaya olan eğilimleri yüksek miktarda işlem yapmaya, yanlış yatırım kararlarına, yüksek riskler almaya ve dolayısıyla da portföy kayıplarına neden olmaktadır (Nofsinger, 2001: 23).

2.1.4.2.1.2. Aşırı İyimserlik Eğilimi (Optimism Bias)

Aşırı iyimserlik eğilimi, her şeyin istenilen yönde ve olumlu olacağına dair duyulan inanç olarak ifade edilebilmektedir. Bu eğilim kişilerin, arzu ettikleri sonucun gerçekleşme olasılığını yüksek, arzu etmedikleri sonucun gerçekleşme olasılığını ise düşük tahmin etmelerine neden olmaktadır (Ertan, 2007: 29).

Aşırı iyimserlik eğilimi; olayların önceden tahmin edilebileceğine inanç eğilimi ve iyi sonuçların kendimize, kötü sonuçların ise şansa veya kendimiz dışındaki faktörlere bağlı olduğunu iddia etme eğilimleri sonucu oluşmaktadır. Bu eğilimlere ek olarak, piyasayı etkileyebilecek sihirli düşüncelerin oluşabileceğine inanma eğilimi ve fala inanma eğilimi de, aşırı iyimserlik eğiliminin karar almada etkili olmasına neden olabilmektedir (Tufan, 2006: 61-62).

Masashi ve Megumi, 2004 yılında yaptığı bir çalışmada, Japon kurumsal yatırımcıların aşırı iyimserlik eğilimi gösterip göstermediğini araştırmıştır. Araştırma, 48 fon yönetim firması aracılığı ile ulaşılan 488 kurumsal yatırımcı üzerinde anket çalışması şeklinde yapılmıştır. Yatırımcılardan Nikkei Endeksinin ve Dow Jones Endeksinin bir ay ve bir yıl sonundaki değerlerini tahmin etmeleri istenmiştir. Toplanan veriler ve yapılan analizler sonucunda Japon kurumsal yatırımcıların piyasa getirilerini tahmin etmede aşırı iyimser bir eğilim gösterdikleri, tahminin yapıldığı zaman aralığı uzadıkça yani belirsizlik arttıkça aşırı iyimserlik eğiliminde artma olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, yatırımcıların yerel piyasalardaki

yatırım araçları konusunda, yabancı piyasalardaki yatırım araçlarına oranla daha iyimser düşündükleri ortaya konmuştur. Yatırımcıların yerel piyasadaki yatırım araçları konusunda daha iyimser olmaları, bu yatırım araçlarının kendilerine tanıdık gelmesi, onlar konusunda daha çok ve kolay bilgi edinme imkanlarının olması ile açıklanmaktadır.

2.1.4.2.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi (Self Attribution Bias)

Hataları yanlış değerlendirme eğilimi insanların, başarılarını kendi kabiliyetlerinin sonucu olarak görürken, başarısızlıklarının kötü talih vb. dışsal faktörlere bağlı olduğunu düşünmeleri olarak ifade edilebilmektedir.

Hataları yanlış değerlendirme eğilimi, insanların hatalarını görememelerine ve hatalarının sonucu ortaya çıkan olumsuzlukların farkına varamamalarına neden olmaktadır. Bu nedenle, bu eğilimi gösteren insanlar, yaptıkları hatalardan ders almazlar ve dolayısıyla hatalarını tekrarlanma olasılıkları oldukça yüksektir.

2.1.4.2.2. Duygusal Eğilimler (emotional Bias)

Duygu, fiziksel uyarıcıların veya zihinsel süreçlerin algılanmasıdır. Duygusal eğilimler, duygusal faktörler nedeniyle ortaya çıkan kavrama ve karar verme bozukluklarıdır. Duygusal eğilimler nedeniyle aslında negatif etkisi olan bir olay, pozitif etkisi varmış gibi algılanabilmektedir.

Nöroloji alanında duyguların karar vermede oynadığı rolü belirleyebilmek amacıyla birçok çalışma yapılmış ve bu çalışmalar sonucunda, duygusal eğilimlerin karar verme üzerinde en az bilişsel eğilimler kadar etkili olduğu ortaya konmuştur. Kısa süreli kararların verilmesinde bilişsel eğilimler daha fazla etkili olurken, uzun süreli kararların verilmesinde duygusal eğilimler daha fazla etkili olmaktadır.

2.1.4.2.2.1. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi (Ambiguity Aversion)

Belirsizlikten kaçınma eğilimi, ilk olarak 1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından ele alınmıştır. Ellsberg yaptığı bir deneyde insanların belirsizlik içeren durumlarda nasıl hareket ettiklerini incelemiş ve sonuçta insanların belirsizlik içeren ya da sonuca ilişkin tahmin yürütemedikleri durumlardan kaçındıklarını ortaya koymuştur. Yani belirsizlikten kaçınma eğilimi, insanların bilinmeyen olasılıklardan çok, bilinen olasılıklara dayalı riskler almayı tercih etmeleri şeklinde ifade edilebilmektedir.

Yapılan bir deneyde katılımcılara, iki torbadan birincisinde 50 kırmızı ve 50 mavi olmak üzere 100 top, ikincisinde de dağılımı bilinmemekle birlikte kırmızı ve mavi renklerden oluşan toplam 100 top olduğu söylenmiş, katılımcılardan bir kırmızı top çekmek için bahse girseler hangi torbayı seçecekleri sorulmuş ve çoğunluğun birinci torbayı seçtiği belirlenmiştir (Barberies, Thaler, 2004: 20). Sonuçta insanlar en azından dağılımının ne olduğunu bildikleri torbayı seçmekle belirsizlikten kaçınma eğilimi göstermişlerdir.

İnsanların kendi çalıştıkları şirketin hisse senetlerini satın almaları, yatırım için birçok şirket olmasına rağmen daha çok kendi bölgelerindeki şirketlerin hisse senetlerini tercih etmeleri veya yurtdışındaki şirket hisse senetlerine yatırım yapmamaları belirsizlikten kaçınmanın ve tanıdık olanı tercih etmenin sonucudur (Kara, 2005: 20). Belirsizlikten kaçınma ve aşına olunana yatırım yapma eğilimi portföylerde etkin bir çeşitlendirmeye gidilmemesine ve riskin azaltılamasına neden olmaktadır. Buna en iyi örnek olarak Amerika'da 246 Amerikan şirketi üzerinde yapılan araştırmanın sonuçları gösterilebilir. Araştırmada çalışanların emeklilik planları için en çok tercih ettikleri hisse senetlerinin kendi çalıştıkları şirketlerin hisse senetleri olduğu belirlenmiştir. Çalışanların emeklilik planları için yaptıkları yatırımların yaklaşık %42'sini kendi çalıştıkları şirketin hisse senetlerinin oluşturduğu görülmüştür. Diğer bir araştırmada Amerika'daki Color Tile şirketinin 1.362 çalışanı emeklilik planları için çalıştıkları şirketin hisse senetlerine yatırım

yapmışlar ve şirket iflasını istediğinde hisse senetlerinin bir değeri kalmamış, böylece çalışanlar hem işlerinden hem de birikimlerinden olmuşlardır (Nofsinger, 2002: 67). Her iki örnek yatırımcıların, tanıdıkları şirket hisse senetlerini daha az riskli olarak değerlendirdiklerini ve çeşitlendirmeye gitmeye gerek görmediklerini ortaya koymaktadır.

2.1.4.2.2.2. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Pişmanlık verilen kararın istenilen sonucu üretmemesi ya da diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunun ve bunu değiştirmek için geç kalındığının anlaşılması sonucu maruz kalınan duygusal durumdur. Pişmanlık negatif yönlü ve güçlü bir duygudur.

İnsanlar hata yaptıklarında, hataları ne kadar küçük olursa olsun, pişmanlık hissederler ve gelecekte pişmanlık hissetmemek için davranışlarını buna göre programlaya çalışırlar (Ertan, 2007: 46). İnsanların verecekleri kararlardan duyacağı pişmanlığı en aza indirme, hatta hiç pişman olmama gayreti içinde olmaları pişmanlıktan kaçınma eğilimi olarak ifade edilmektedir.

Yatırımcılar, yatırımlarına ilişkin verdikleri kararlardan pişmanlık duymamak için kazandıran hisse senetlerini satarken, kaybettiren hisse senetlerini portföylerinde tutmaktadır. Nakit ihtiyacının oluşması durumunda bu ihtiyacı gidermek isteyen bir yatırımcı genel olarak vergi yükü oluşturmasına rağmen kazandıran hisse senetlerini satmaktadır. Oysa yatırımcıların, kazandıran hisse senetlerini erken satmaları kazanmaya devam edecekleri gelirden mahrum kalmalarına, kaybettirenleri uzun süre ellerinde tutmaları ise kaybetmeye devam etmelerine neden olmaktadır. Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirerek, kazananları çok çabuk elden çıkarması pişmanlıktan kaçınma eğilimine bir örnektir (Döm, 2003: 90).

Pişmanlıktan kaçınma eğiliminin karar verme üzerindeki etkilerinin incelendiği birçok çalışmada, pişmanlıktan kaçınma eğiliminin, karar vericilerin

karar sürecinde daha dikkatli davranmalarına ve daha ihtiyatlı kararlar alınmasına neden olduğu ortaya konmuştur.

2.1.4.2.3. Bilişsel Eğilimler (Cognitive Bias)

Bilişsel eğilimler, insanların karar verme ve problem çözme gibi zihinsel süreçleri basitleştirmek için kullandıkları kısayollar olarak tanımlanabilir. Bu kısayollar karar verme ve problem çözmeye insanlara zaman tasarrufu vb. yararlar sağlamakla birlikte, süreç içerisinde tüm bilgilerin değerlendirilmemesi veya gerekli yöntemlerin kullanılmaması nedeniyle hata yapma olasılığının artması gibi olumsuz sonuçlar da doğurmaktadır.

2.1.4.2.4. Temsil Etme (Örnekleri Genelleme) Eğilimi (Representativeness Heuristic)

Temsil etme eğilimi, karar verme sürecinde yatırımcıların en son gerçekleşen veya en çok göze çarpan unsurlara aşırı önem vermesi ve popülasyon dağılımının özelliklerini ihmal etmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır (Ülkü, 2001: 110).

Temsil etme eğilimi, kişinin bir değerlendirme yaparken ya da karar verirken olasılıklarla uğraşmak yerine karar alınacak konuyu/durumu temsil eden veya benzeyen bir örnekten faydalanmasını ifade etmektedir. Yani farkında olunmadan, benzer özelliklere sahip şeylerin birbirine benzeyeceği varsayımı yapılmaktadır.

Temsil etme eğiliminde olan insanlar genellikle küçük ve büyük örnek gruplarından elde edilen sonuçların aynı olasılık dağılımını vereceği çıkarımı içinde küçük örnek gruplarını kullanarak (küçük sayılar kanunu) ve genelleme yaparak karar vermektedirler. Küçük sayılar kanununa göre; popülasyondan çekilen küçük bir örneklemin, popülasyonu büyük oranda temsil ettiği varsayılmaktadır. Dolayısıyla bu eğilimi gösteren insanlar, popülasyonun küçük bir örnekleme dayalı olarak elde edilen sonuçları genelleştireceklerdir. (Barak, 2006: 100) Örneğin, bir yatırım

fonunun geçen iki yıl içinde ortalamanın üzerinde getiri elde ettiğini gözlemlemiş olan bir yatırımcı, sadece bu gözlemine dayanarak fonun bir sonraki yıl da ortalamanın üstünde bir performans göstereceğine inanabilir. Yatırımcı iki yıl içindeki performansının, fonu temsil ettiğini düşünmektedir ve küçük sayılar kanununa göre hareket ediyor demektir. Ancak istatistiksel olarak bu çıkarımı yapabilmek için veri yetersizdir (Bostancı, 2003: 20).

Temsil etme eğilimi aynı zamanda, yatırımcıların iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın, bu hisseleri seçmelerine neden olmaktadır. Yatırımcıların ‘iyi bir hisse, iyi bir şirketin hisseleridir’ ihtimalini abartma eğiliminde olmaları, iyi şirketlerin hisselerinin tercih edilmesine bu nedenle bu hisselerle yüksek ödemeler yapılmasına ve gerçekte daha büyük toplam getiri potansiyeli olabilen kötü olarak algılanan şirketlerin hisselerinden kaçınılmasına yol açmaktadır (Nofsinger, 2001: 114).

Yatırımcılar çoğunlukla, bir şirketin geçmişteki olumlu performansının gelecekte de devam edeceğini düşünmekte ve büyüyen şirketleri iyi yatırım araçları olarak algılamaktadırlar. Oysa geçmişte olumlu performans gösterip, gelecekte de sürekli iyileşen ve büyüyen şirket sayısı çok azdır. Çünkü yatırımcıların iyi şirket olarak algılayıp hisse senetlerini aldıkları şirketlerin hisseleri önce değer kazanmakta ancak bir süre sonra şirketin beklenen performansı gösteremediği anlaşıldığında hisse senetlerinin değeri düşmektedir. Sonuçta temsil etme eğilimi yatırımcıların piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmasını engellemekte ve dolayısıyla kayıplara neden olmaktadır (Döm, 2004: 50).

2.1.4.2.4.1. Demirleme (Dayanak Noktası Belirleme / Referans Alma) Eğilimi

(Anchoring Heuristics)

Kahneman insanların tahmin yaparken kendilerince belirledikleri bir başlangıç referans (dayanak) noktası belirlediğini, tahminlerini de bu referans noktasına göre yaptıklarını ortaya koymuş ve bu eğilimi “Demirleme Eğilimi” olarak

isimlendirmiştir (Kahneman, 2003: 1460). Dayanak noktası belirlenirken çoğunlukla gözlemlerden ve tecrübelerden yararlanılmaktadır. Birçok durumda insanlar açık ya da kolay akla gelebilir başlangıç bir değerden yola çıkarak ve onun üzerinden düzeltme yaparak esas cevabını şekillendirmektedir. Başlangıç değeri ya da belirli bir başlama noktası problemin formülasyonunu şekillendirmekte ya da kısmi hesaplara dayanmaktadır. Ancak her iki durumda da yapılan düzeltmeler eksik ve yetersiz olmaktadır (Ede, 2007: 38).

İnsanların herhangi bir tahmin probleminde, sıklıkla açık yada kolay akla gelebilecek ortalama rakamları referans noktası yaptıkları ve bu noktayı baz alıp aşağı yada yukarı yönde kararlar verdikleri gözlenmektedir. Bu durum sadece tahmin konusu başlangıç aşamasında verildiğinde değil, aynı zamanda bazı tamamlanmamış hesaplamaların sonuçları üzerine yapılan tahminlerde de gözlemlenmiştir. Örneğin, Tversky ve Kahneman'ın yapmış oldukları sezgisel numara tahmini üzerine yapılan bir çalışmada deneklerden ($2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8 = ?$) çarpma işlemini 10 saniyelik bir süre içerisinde yapmaları istenmiştir. İlk dizilişe göre yapılan deneyde çarpma işlemine verilen cevapların ortalaması 512 olarak bulunmuştur. İkinci grup deneklere ise aynı işlem rakamları tersten yazılarak değiştirilmiş şekilde ($8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 = ?$) verilerek yaptırılmış ve verilen cevapların ortalaması 2250 olarak bulunmuştur. Bu deney insanların sonunu bilemedikleri bir dizi bilgi ile karşılaştıklarında, başta tespit ettikleri bilgilerden kendilerine bir referans noktası oluşturup kararlarını bu referans noktasına göre düzenleyip verdiklerini ortaya koymuştur (Tversky, Kahneman, 1974: 1128).

Bu eğilim, menkul kıymetlerin yanlış fiyatlanmasına da neden olabilmektedir. Örneğin, yatırımcılar, aniden yüksek kar elde ettiğini ilan eden bir şirketin hisse senetlerine şirketin geçmişteki kar performansına demirlemeleri ve kazançtaki değişimin geçici olduğunu düşünmeleri nedeniyle düşük tepki gösterebilirler. Yatırımcıların geçmiş hisse senedi fiyatlarına demirlemeleri nedeniyle kimi zaman da değeri devamlı düşen hisse senetlerine yatırım yaptıkları görülmektedir. Demirleme eğiliminin etkisiyle yatırımcılar, hisse senedinin o anki düşük fiyatını hisse senetlerini ucuza almak için bir fırsat olarak değerlendirmektedir. Sonuç olarak,

eğer hisse senedinin fiyatı, kısa süreli bir dalgalanma nedeniyle düşmüşse yatırımcılar gerçekten düşük fiyatla hisse senedi almış oldukları için avantajlı olacaktır. Ancak, hisse senedi fiyatlarındaki düşüş kısa süreli dalgalanmalardan değil de şirketin temel dengesizliklerinden kaynaklanıyorsa yatırımcılar, yaptıkları yanlış yatırım sonucunda zarara uğrayacaklardır (Phung, http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral4.asp).

2.1.4.2.4.2. Mevcudiyet (Ulaşılabilirlik) Eğilimi (Availability Heuristic)

İlk defa 1974 yılında Kahneman ve Tversky tarafından incelenen ulaşılabilirlik eğilimi, herhangi bir olgunun olasılığını ya da frekansını belirlemek için o olayla ilgili örneklerin akla geliş kolaylığına bakmak olarak tanımlanabilir (Tversky, Kahneman, 1974: 1127). Hafızanın öne çıktığı ve analiz sürecini etkilediği bu durumlarda, hafızada olaya ilişkin bilginin yer alması durumunda, bu olayın gerçekleşme olasılığı daha yüksek, hafızada bilgiye ulaşılammışsa daha düşük olarak algılanmaktadır.

Mevcudiyet eğilimi, psikoloji bilimi çerçevesinde kişinin, bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlanabilme kolaylığına dayalı olarak değerlendirmesini sağlayan etkili, ama yanılma payı yüksek genel bir karar verme kuralı olarak tanımlanabilir. Bir olguya ilişkin örneklerin kolayca hatırlanabilmesi, bu olgunun sıradan bir olgu gibi varsayılması sonucunu doğurur. Bu nedenle insanlar sık meydana gelen olayları, seyrek meydana gelen olaylara göre daha kolay hatırlamaktadırlar. Örneğin sıklıkla deprem yaşanan dönemlerde, sokakta yapılan bir yol çalışması nedeniyle hissedilen sarsıntılar, yakın zamanda gerçekleşen depremden dolayı yeni bir deprem olduğu kanısını oluşturmaktadır. Aynı şekilde, uçak kazasında yakını kaybeden bir kişi, karayolu ile yolculuk yapmayı tercih etmekle, hafızasında yer eden bu bilgi nedeniyle karayollarında gerçekleşen kazaların, havayolunda gerçekleşen kazalardan çok daha fazla olduğu gerçeğini göz ardı etmekte ve bilişsel bir hataya düşmektedir.

Diğer taraftan, insanlar kişisel özelliklerine göre bazı olayları daha ilgi çekici veya etkileyici bulabilmektedirler. İlgilerini çeken bilgiler net bir şekilde hatırlanırken, ilgilerini çekmeyen bilgiler sanki hiç alınmamışçasına unutulur veya gizlenir. Bu nedenle insanlar karar verme sürecinde hafızalarını yokladıklarında, ilk olarak ilgilerini çeken bilgilere ulaşmaktadır. Bu bilgilere dayanılarak verilen kararların yargılama hataları içermesi olasılığı ise oldukça yüksektir.

Mevcudiyet eğilimi, belirsizliğin hakim olduğu finansal piyasalarda da yanlış kararlara yol açmaktadır. Yatırımcıların açılış fiyatı, son kapanış fiyatı ve benzeri bilgilere dayanarak ani kararlar verdikleri ve bunun sonucunda zarar ettikleri görülmektedir. Örneğin 2 Şubat 2007 günü borsa seansı içinde bir savaş gemisinin Kıbrıs sularına doğru yola çıktığı haberi ulaşmıştır. Mevcudiyet kısayolunu kullanan yatırımcılar daha önce benzer bir durumla karşılaşmadıkları ve böyle bir bilgi hafızalarında yer etmediği için bir savaş endişesi ile hisse senetlerini satmıştır. Oysa donanma, ilgili sularda rutin olarak seyir etmekte ve bu konuda görevlendirilmektedir. Yatırımcıların aslında sürekli gerçekleşen bir olayı daha önce hiç duymadıkları için nadiren gelişmiş bir olay olarak yorumlamaları ani karar vermelerine ve zarar etmelerine neden olmuştur (Ede, 2007: 41-42).

2.1.4.2.4.3. Tutuculuk (Muhafazakarlık) Eğilimi (Conservatism Bias)

Tutuculuk eğilimi, insanların kararlarını vermelerinde dayanak oluşturan bilgileri değerlendirirken, önceden vermiş oldukları kararlar ile uyum sağlayan bilgileri dikkate almaları, önceden verilmiş kararlar ile çelişen yeni bilgiler edindiklerinde bu bilgileri dikkate almamaları ya da reddetmeleri şeklinde tanımlanabilir. Bu eğilim kısaca insanların yeni bulgu ve bilgilerle karşılaştıklarında önceki inanç ve tutumlarını kolay kolay değiştirmemelerini ifade etmektedir. (Barak, Demireli, <http://www.ekonomiportali.com/pdf/davfin1.pdf>)

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar insanların objektif olmak yerine, önceki inançlarını doğrulayan bilgiyi arama çabası içerisinde olduğunu göstermiştir. Bu nedenle bireyler var olan inançlarının yanlış olduğuna veya değişmesi gerektiğine

dair bir kanıtla karşılaştıklarında, bu kanıtları araştırmakta isteksiz davranmakta, sonuçta ikna olup, kanıtları araştırsalar ve değişimin gerektiğine inansalar bile bunu gerçekleştirmekte olabildiğince yavaş hareket etmektedirler (Ritter, 2003: 434).

Tutuculuk eğilimi insanların görüşlerini destekleyen kanıtları abartma, görüşleri ile çelişen kanıtlara ise kayıtsız kalmalarının yanında, belirsiz kanıtları kendi görüşlerini destekler yönde yorumlamalarına ve bu nedenle de yanlış kararlar verilmesine neden olmaktadır.

Örneğin, hisse senedi yatırımcıları kazanç beklentisi ile bir hisse senedi satın aldıklarında, ortaya çıkan haber ya da finansal gelişmelerden yükselişi destekleyecek nitelikteki verileri daha fazla dikkate almaktadırlar. Yükseliş beklentisi içinde olan yatırımcı, geçmişte, yükselen dünya endekslerine önem verirken, bu endekslerin düşmeye başlaması ile birlikte, dünya endekslerinin yatırım yaptığı ülkenin endeksinden bağımsız olduğu fikrine ulaşabilmektedir. Ya da piyasada yer alan bir bilgiyi değerlendirme dışına alabilmekte, değerlendirmede analiz araçlarından kendi fikrini destekleyen göstergelere daha fazla önem verebilmektedir. Bu durum, objektiflikten uzaklaşmasına, sonuçta yatırımlarda büyük kayıplara ve önemli zararlara maruz kalınmasına neden olabilmektedir (Ede, 2007: 39).

2.1.4.2.4.4. Doğrulama (Aşırı veya Düşük Tepki Verme Eğilimi) (Confirmation Bias)

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar insanların var olan bilgileri ile paralellik gösteren bilgileri titiz bir şekilde incelerken, var olanlarla çelişenleri dikkate almadıklarını göstermiştir. Kişinin, bilişsel çelişki yaşamamak için kendi düşünce ve inançları ile örtüşen bilgilere daha çok ilgi göstermesi, aksi yöndeki bilgileri ise dikkate almaması, doğrulama eğilimi (confirmation bias) olarak bilinmektedir (Montier, 2002: 4). Bu eğilim insanlarda bir tür seçici algılamaya, insanların etraflarında olup bitenlerden yalnızca var olan düşünce ve inançları ile örtüşenler üzerinde odaklanmalarına neden olmaktadır.

Uygulamada çoğunlukla doğrulama ve tutuculuk eğilimlerinin hemen hemen aynı şeyi ifade ettikleri düşünülmektedir. Ancak bu iki kavram birbirinden oldukça farklıdır. Tutuculuk eğilimi, insanların, yeni öğrendikleri tüm bilgiler karşısında düşük reaksiyon sergilemelerine neden olmaktadır, doğrulama eğilimi insanların var olan inançları ile paralellik gösteren bilgileri daha fazla önemsemelerine, inançları ile çelişen bilgiler edinmeleri durumunda ise düşük reaksiyon göstermelerine neden olmaktadır (Phung, http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral6.asp). Dolayısıyla doğrulama eğilimi insanların olaylara karşı aşırı ya da yetersiz tepki vermeleri şeklinde ortaya çıkmaktadır.

2.1.4.2.4.5. Kayıptan Kaçınma Eğilimi (Loss Aversion)

Kayıptan kaçınma eğilimi, bireysel yatırımcıların riske karşı tutumlarını belirleyen bir eğilimdir. Davranışsal finansın benimsediği temel düşüncelerden biri, yatırımcıların riskten değil kayıptan kaçındıkları görüşüdür. Her ne kadar riskten kaçınma ve kayıptan kaçınma arasındaki fark önemsiz gibi görünse de yapılan çalışmalar, yatırımcıların, kaybetme olasılığını ortadan kaldırmak için daha fazla risk üstlenmeye razı olduklarını ortaya koymuştur. Kahneman ve Tversky 1979 yılında yaptıkları çalışmada bu olguyu açık bir şekilde ifade etmiş ve ‘Kesinlik Etkisi’ (Certainty Effect) olarak isimlendirmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında, kesinlik etkisine göre insanların daha düşük getiri sağlasalar bile kesin olarak düşündükleri getirileri tercih ettikleri görülmüştür. (Kahneman, 1979: 263) Yine aynı çalışmada yatırımcıların kazanç söz konusu olduğunda riskten kaçınma doğrultusunda, kayıp söz konusu olduğunda ise riske katlanma doğrultusunda hareket ettikleri gözlenmiştir. Kahneman ve Tversky bu olguyu yansıma etkisi (reflection effect) olarak isimlendirmişlerdir (Kahneman, 1979: 268).

Tversky ve Kahneman, insanların kaybetmekten duydukları acının aynı miktardaki bir kazançtan duyacakları hazzın neredeyse iki katı olduğunu öne sürmüşlerdir. Dolayısıyla, yatırımcılar para kaybetme olasılığı söz konusu

olduğunda, kayıptan kaçınma amacı ile daha riskli olan seçeneklere yönelmekte hatta bazen yapacakları diğer yatırımları sınırlandırmaktadırlar.

Deneysel bulgular, kayıptan kaçınma derecesinin önceki kazançlara ve kayıplara bağlı olduğunu göstermektedir. Önceki kazancı izleyen kayıplar daha az sıkıntı yaratırken, bir kaybı takip eden kayıplar daha büyük sıkıntı ve üzüntü yaratmaktadır. Bir kazanç, daha sonra elde edilen kaybı bir anlamda desteklemektedir (Thaler ve Diğerleri, 1997: 648).

2.1.4.2.4.6. Çerçeveleme Etkisi (Framing Effect)

Bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmalar aynı duruma ilişkin alternatif sunumların, sistematik olarak bireyleri farklı yanıtlara sevk ettiğini göstermektedir. Bu anlamda riskli seçeneklerin kazançlar ya da kayıplar olarak gösterilmesi birçok birey için daha doğru görünmektedir. İlk defa Kahneman ve Tversky tarafından incelenen çerçeveleme etkisi, yatırımcıların kararlarını verirken, yalnızca riskten değil aynı zamanda alternatiflerin sunulduğu formattan da etkilendiklerini ifade etmektedir (Kahneman, Tversky, 1979: 273).

Çerçeve etkisi, bir alternatifin özünden ziyade şartların değişmesi sonucu kararların değişebileceği ya da manipüle edilebileceği anlamına gelmektedir. İnsanların sınırlı rasyonaliteye sahip oluşu ve seçimlik durumun sunum şekli, problemlerin farklı yönlerine yoğunlaşmalarına sebep olabilmektedir.

Tversky ve Kahneman çerçeve etkisini incelemek üzere yaptıkları çalışmalarında deneklere aşağıdaki sorular yöneltilmiş ve sunulan iki getiri arasında lehte ve aleyhte seçim yapmaları istenmiştir (Kahneman, Tversky, 1990: 63):

Birinci problem,

A: Kesinlikle 240 \$ kazanacaksınız

B: Yüzde 25 olasılıkla 1000 \$'lık bir ödül kazanacak ve yüzde 75 olasılıkla hiç bir şey kazanmayacaksınız.

İkinci problem,

C: kesinlikle 700 \$ kaybedeceksiniz

D: yüzde 75 olasılıkla 1000 \$ kaybedecek veya yüzde 25 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeyeceksiniz.

Birinci soru setinin sonuçlarına bakıldığında deneklerden %84'ünün "A" seçeneğini, yüzde %16'sının ise "B" seçeneğini tercih ettiği görülmüştür. İkinci soru setinde deneklerden %13'ünün "C" seçeneğini, %67'sinin ise "D" seçeneğini tercih ettiği görülmüştür. Sonuçta birinci soru setinde çoğunluk risk almaktan kaçınan bir tercihte bulunurlarken, ikinci soru setinde risk almaktan hoşlanan bir tercih yapmıştır. Bu örnekte de görüldüğü gibi tercihlerin değişmezlik kuralı ihlal edilmiş, problemin çerçevesine göre, verilen yanıtlar da belirgin bir şekilde değişiklik göstermiştir.

2.1.4.2.4.7. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting)

İşletmelerin nakit akışını izlediği, birbirinden ayırdığı, sınıflandırdığı muhasebe sistemleri olduğu gibi, insanların da zihinsel bir muhasebe sistemleri vardır. İnsanlar da her karar, eylem ve sonucu ayrı bir zihinsel hesapta izlemektedir. Her hesap, alınan bir kararın maliyetini ve faydasını içermektedir. Yani insanlar, yaşamlarını zihinsel hesaplarla organize etme eğilimindedirler (Thaler, 1985: 199).

Kahneman ve Tversky'nin verdikleri örneklerden birisi şu şekildedir: Bir gösteri için 40 TL'ye bilet aldığınızı, ancak gösteriye girerken biletin kaybolduğunu fark ettiğinizi varsayın. Bu durumda gösteriye tekrar bilet almak için 40 TL daha harcamada isteksiz olursunuz çünkü zihninizde gösteri için 40 TL ayırmışsınızdır ve tekrar 40 TL harcamak maliyeti arttıracaktır. Ancak, eğer 40 TL'yi bilet almadan önce kaybetmiş olduğunuzu fark etmiş olsaydınız yine de 40 TL vererek bilet almak istersiniz çünkü kaybedilen para herhangi bir zihinsel hesaba ait değildir ve gösteri için harcama yapmanın sakıncası yoktur. Her iki durumda da kayıp miktarı aynı olmasına rağmen zihinsel muhasebe nedeniyle sonuçlar farklı olmaktadır.

Geleneksel finans teorisine göre, insanlar karar alırken geleceği düşünerek fayda maliyet analizi yaparlar ve bunu yaparken geçmişteki maliyetlerle (batık maliyet) ilgilenmemektedirler (Nofsinger, 2002: 83). Ancak; her ne kadar rasyonel olmasa da insanlar karar alırken batık maliyetleri de göz önüne almaktadırlar. Örneğin bir ailenin hafta sonu oynanacak Galatasaray-Fenerbahçe maçı için bileti bulunduğunu düşünelim. Maç günü hava şartlarının çok kötü olduğunu varsayalım. Kötü hava koşulları her iki durumda da söz konusu olmasına rağmen, ailenin bileti 200 TL ödeyerek satın almış olması durumunda maça gitme ihtimali biletlerin kendilerine hediye olarak verilmesi durumundan daha yüksektir. 200 TL ödemiş olmaları, kötü hava şartlarının yol açacağı zorlukları veya maçtan alınacak zevki etkilemeyecek olsa da, aile üyeleri yaptıkları bu ödeme için zihinlerinde birer hesap açarlar. Maça gitmemeleri hiç bir fayda sağlamadan, kayıpla bu hesabı kapatmalarına neden olur. Bu durum pişmanlık ve üzüntü yaratacağından, üzüntüden kaçınmak için zor koşullara rağmen maça gitmeyi tercih edebilirler.

Batık maliyetin zamanlaması da alınan kararlar üzerinde etkili olmaktadır. Yukarıdaki örnekten hareketle; başka bir ailenin, lig başlamadan kombine bilet aldığını varsayalım. Her iki durumda da maç için ödenen para aynı olmasına rağmen maç haftası bilet alan ailenin maça gitme ihtimali, maçtan 7 ay önce bilet alan aileninkinden daha yüksektir. Çünkü zihnimize açtığımız hesabı hiç fayda elde etmeden kapatmanın verdiği pişmanlık, zamanla azalmaktadır. Yani, batık maliyetin etkisi zamanla azalmaktadır (Kara, 2005: 30).

Zihinsel muhasebe finansal kararlar üzerinde de etkili olmaktadır. Örneğin bir yatırımcının vergi avantajı sağlamak için kaybettiren bir hisse senedini satıp aynı sektörden başka bir hisse senedi almaması, kişinin her yatırımını zihnindeki ayrı bir hesapta izlemesinden ve yatırımlar (hesaplar) arasındaki etkileşimi göz ardı etmesinden kaynaklanmaktadır. Yine, pişmanlıktan kaçınmak için kaybettiren hisse senetlerinin satılmaması, aynı zamanda zihinde açılan hesabın kayıpla kapatılmak istenmemesinin bir sonucudur. Bu da zihinsel muhasebenin, pişmanlıktan kaçınma eğiliminin etkisini arttırdığını göstermektedir. Uzun bir süre sonra kaybettiren hisse

senedinin satılabilmesi ise batık maliyetin verdiği üzüntünün zamanla azaldığını göstermektedir.

Zihinsel muhasebe, yatırımcının risk algılayışı üzerinde de etkili olmaktadır. Zihinsel muhasebe diğer psikolojik önyargılarla birleştiğinde, riskin yanlış kavranmasına ve sonuçta portföy yatırımlarında düşük çeşitlenmeye yol açmaktadır (Nofsinger, 2002: 85). Örneğin, portföyüne yeni bir hisse senedi almak isteyen yatırımcı, her hisse senedi için zihninde ayrı bir hesap açtığı için portföyüne alacağı hisse senedinin, portföyün risk düzeyini nasıl etkileyeceğini düşünmemektedir. Sahip olduğu hisse senetlerinin tümünü bir portföy olarak değerlendirip, önemli olanın portföyün risk ve getirisi olduğunu göz ardı ederek her hisse senedini ayrı ayrı izlemektedir. Sonuçta zihinsel muhasebe yatırımcıların farklı işlemlerini farklı hesaplar altında muhasebeleştirilmesi nedeniyle portföy anlayışının zayıflamasına, yatırımcıların zamanlama ve çeşitlendirme gibi hususlarda yanlış kararlar almasına yol açmaktadır. (Phung, http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral5.asp)

2.1.4.2.4.8. Kumarcı Tuzağı (Gambler Fallacy)

Kumarcı tuzağı, bireylerin bir olayın sonucunu tahmin ederken, bu olaydan bağımsız olarak meydana gelen geçmiş olaylardan etkilenmelerini ve bu doğrultuda karar vermelerini ifade etmektedir. Örneğin dokuz kez havaya atılan bir paranın dokuzunda da yazı gelmesi halinde kişi bir sonrakinde tura gelme ihtimalinin çok yüksek olduğunu düşünebilir. Oysa gerçekte onuncu atışın tura gelme ihtimali de yüzde ellidir. Bu kişilerin çoğu, birbirinden bağımsız olayların sonuçlarının birbirlerini etkileyeceği yanılgısıyla kaybettikleri her oyunda büyük ikramiyeye biraz daha yaklaştıklarını düşünmektedir. Ancak kumar makineleri, oynanan tüm oyunları birbirinden bağımsız bir şekilde algılayacak şekilde programlanmıştır.

Yatırımcılar da kolaylıkla kumarcı tuzağına düşebilmektedirler. Örneğin bazı yatırımcılar ellerindeki hisse senetleri birkaç seans değer kazandığında bu artışın devam etmeyeceği düşüncesiyle onları hemen realize etmektedirler. Diğer taraftan

bazı yatırımcılar değer kaybeden hisse senetlerini daha fazla değer kaybetmeyeceği düşüncesi ile ellerinde tutmaktadırlar. Sonuç olarak kumarcı tuzağı, hisse senedi yatırımcılarının elde edebileceğinden daha az kazanç elde etmelerine veya durdurabileceği bir zararı durdurmadıkları için, uğrayacakları zarar artırmalarına neden olabilmektedir.

2.1.4.2.5. Sosyal Eğilimler

İnsanlar, içinde buldukları toplumla devamlı bir etkileşim içinde olan sosyal varlıklardır. Toplum içerisinde yaşanan bu etkileşim bilgi, fikir ve kültür birikimlerinin insanlar arasında yayılmasını sağlamak ve toplum üyelerinin paylaştığı ortak davranışlar geliştirmektedir. İşte sosyal eğilimler bir toplumun veya grubun üyelerinin büyük bir kısmının paylaştığı davranışsal eğilimleri ifade etmektedir. Bu eğilimler, kişilerin düşüncelerini, kararlarını ve faaliyetlerini kontrol altına almakta, yönlendirmekte hatta bazen kısıtlamaktadır. İnsanlar gruptan dışlanma korkusu veya çoğunluğun verdiği kararın daha sağlıklı olduğu düşüncesiyle, ayrı bir birey gibi hareket etmek yerine, üyesi olduğu grupla bir bütün halinde hareket etmeye yönelmektedir.

2.1.4.2.5.1.1. Sürü Psikolojisi (Temayüle Uyma Eğilimi) (Herd Behavior)

Sürü psikolojisi, yatırımcının kendi bilgi ve değerlendirmelerinden ayrı olarak diğer yatırımcıların gözlemlerine bağlı olarak hareket etmeleri olarak ifade edilmektedir. Sürü davranışı, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır. Yatırımcının önceden verdiği bir yatırım kararını diğer yatırımcıların kararlarına göre değiştirmesi bir davranışın sürü davranışı olarak kabul edilebilmesi için ön koşul olmakla beraber her benzer davranış, sürü davranışı olarak kabul edilmemektedir (Canbaş, Kandır, 2006: 2). Örneğin; faiz oranlarının aniden artması ve hisse senetlerinin çekici bir yatırım aracı olmaktan çıkması durumunda yatırımcıların portföylerinde daha küçük bir oranda hisse senedi tutmak istemeleri sürü davranışına örnek teşkil etmemektedir. Çünkü

yatırımcılar diğerlerinin davranışlarını gözlemleyerek kararlarını değiştirmemekte, onun yerine faiz oranlarını artması gibi herkes tarafından bilinen bir bilgiye göre hareket etmektedirler.

İnsanlar genellikle gruptan dışlanma korkusu veya çoğunluğun verdiği kararın daha sağlıklı olduğu düşüncesiyle sürü davranışı sergilemektedirler. Çünkü insanlar grubun davranışını takip etmekle kendilerini o gruba ait hissederler ve bu çoğunluğun aldığı kararların, bireysel kararlarından daha sağlıklı olduğunu düşünmektedirler (Phung, http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral8.asp). Ayrıca küçük yatırımcıların bilgiye ulaşmaları zor ve masraflı olduğundan, bu yatırımcılar piyasada işlem yapan çoğunluğu takip etme eğilimindedirler.

Sürü davranışı kavramı, finansal piyasaların var oluşu ile eş zamanlı olarak ortaya çıkmış, özellikle yaşanan finansal krizlerle daha çok gündeme gelmiştir. 17. yüzyılda ortaya çıkan lale çılgınlığından, 1974-1982 yılında dünya borsalarında görülen sert dalgalanmaya, 1980'lerde Japonya'da borsa ve emlak piyasasında oluşan aşırı değerlemeye ve 2000 yılında oluşan medya ve Telekom köpüğüne kadar, finansal piyasalar aşırı değerlemeyi ve beraberindeki çöküşü ya da yükselişi genel olarak sürü davranışları ile açıklamıştır (Ede, 2007: 90).

Sonuçta sürü davranışı yatırımcıların ve fon yöneticilerinin yeterli bilgiye sahip olmadan ya da kendi özel bilgilerini reddederek riskli işlere girmelerine neden olmaktadır (Döm, 2004: 134). Sürü davranışlarının volatilitiyi artırdığı, piyasaların dengesini bozduğu, etkinliğini ortadan kaldırdığı ve kırılabilirliği artırdığı ifade edilmektedir.

2.1.4.2.5.1.2. Bilgi Çağlayanı (Information Cascade)

Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch, 1992 yılında yaptıkları bir araştırmada; yatırımcıların, yatırım kararlarını verirken sadece kendi sahip oldukları bilgileri değil, diğer yatırımcıların davranışlarını da dikkate alarak, onların sahip oldukları

bilgileri de değerlendirdiklerini saptamışlardır. (Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1992: 294). Araştırma, yatırımcıların karar vermede zaman zaman kendi sahip oldukları bilgileri ihmal ederek, kendilerinden önce yatırım kararı vermiş olan yatırımcıların daha sağlıklı bilgiye sahip olduklarını düşündüklerini ve bu yatırımcıların davranışlarını taklit ettiklerini göstermiştir. Bu durum bilgi çağlayanı olarak ifade edilmektedir.

Bilgi çağlayan etkisi birkaç aşamada gerçekleşmektedir. Örneğin bir hisse senedinin fiyatının herhangi bir ekonomik olayla açıklanamayacak bir şekilde yükselmesi (ya da düşmesi) durumunda, bazı yatırımcılar diğer yatırımcıların farklı bir bilgiye sahip olduklarını, bu yükselişlerin (veya azalışların) diğer yatırımcıların alışlarından (veya satışlarından) kaynaklandığını düşünmektedirler. Yatırımcıların bu düşüncelerine dayanarak alış (veya satış) yapmaları hisse senedi fiyatındaki yükselmenin (veya düşmenin) devam etmesine neden olmaktadır. Bu yeni hareket o ana kadar çağlayan etkisine kapılmamış olan diğer yatırımcıların çıkış (veya iniş) trendinin devamlı olacağını, bunun iyi bir nedeninin olması gerektiğini düşünmelerini ve harekete geçmelerini sağlamaktadır. Böylece fiyatlar tekrar artar (veya azalır). Fiyatların artması (ya da azalması) süreci çağlayan etkisine yeni yatırımcıların katılmasıyla bir süre daha devam etmektedir. (Ertan, 2007: 48-49),

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLARIN YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN İNCELENMESİNE YÖNELİK BİR ÇALIŞMA

3.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı

Sermaye piyasasının en etkin unsuru ve piyasanın dayanağı olan bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarında birçok faktörden etkilenmektedir. Yatırımcılar ekonominin genel durumu, faiz oranları, siyasi istikrar gibi makro düzeydeki faktörler ile yatırım yapacakları işletmelerin finansal durum ve performansı, gelecekte yapmayı planladığı yatırımlar, kar payı dağıtım politikası gibi mikro düzeydeki faktörleri göz önünde bulundurmaktadırlar.

İMKB'nin kuruluşundan bu yana yatırımcı profiline ilişkin araştırmalar gerçekleştirilmesine karşın yatırımcı davranışlarına ilişkin çalışmalar yetersiz miktardadır. Genellikle diğer ülke borsaları üzerine çalışılan modellerin araştırmalarını gözlemlediğimiz İMKB'de yatırımcı profiline dair ilk araştırma, Dünya İktisadi Araştırmalar A.S tarafından (DİA) tarafından 1991 yılında İstanbul'da yapılmıştır. Araştırmada yatırımcıların menkul kıymetler arasındaki seçimleri, yatırımlarına ilişkin gözlem ve araştırmalarıyla ilgili çeşitli bilgiler saptanmaya çalışılmıştır.

Yatırımcı psikolojisi ve davranışlarına yönelik olarak ilk çalışma ise, 1995 yılında Kusçuoğlu tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada ağırlıklı olarak risk tercihlerine dayalı olarak yatırımcı davranışları tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bir diğer çalışma Döm tarafından 2003 yılında gerçekleştirilmiştir. Çalışmada cinsiyete dayalı yatırım tercihlerinin değişimi ve yatırımcı davranışları, ilişki testleri ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yine 2003 yılında Barak tarafından yapılan çalışmada hisse senedi piyasalarında görülen anomaliler ve bunları açıklamak üzere geliştirilen davranışsal finans modelleri İMKB’de test edilmiştir.

Ede 2007 yılında yapmış olduğu çalışmasında rasyonel olmayan yatırımcı davranışlarının hisse senetleri piyasalarına etkilerini incelemiştir.

Diğer bir çalışma 2007 yılında Emektar tarafından yapılmıştır. Çalışmada hisse senedi piyasasında bireysel yatırımcı davranışlarını belirleyen güdüler anket yöntemi ile belirlenmeye çalışılmıştır.

Son olarak 2007 yılında Armağan tarafından yapılan çalışmada, kar dağıtım politikalarının bireysel yatırımcı kararları üzerine etkileri incelenmiş ve anket yöntemi ile test edilmiştir.

Çalışmamızda, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen mikro düzeydeki faktörlerden işletmelerin aldığı finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin incelenmesi ve davranışsal finans kapsamında ülkemiz bireysel yatırımcı davranışlarına ilişkin olarak psikolojik bulguların ve eğilimlerin sınanması amaçlanmaktadır. Bu bağlamda yatırımcılar cinsiyet, medeni durum gibi demografik özellikleri, risk tercihleri gibi alt gruplar ile sınıflandırılarak değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bu tespitler ile yatırımcı davranışları ve davranışsal finans konusunda diğer çalışmalara katkı sağlanması hedeflenmektedir.

3.2. Araştırmanın Metodu

Araştırmamıza dair incelemeler için gerekli verileri elde etmek amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada veri toplamak için kullanılan anket formu toplam 40 sorudan oluşmuştur. Bu sorular genel olarak dört başlık altında toplanabilir. I. Bölüm yatırımcı profilini tanımaya yönelik olan sorulardan oluşmaktadır. Bu bölümde katılımcıların hisse senedi piyasasını yakından takip edip etmedikleri, kaç yıldır ve hangi yatırım araçlarına yatırım yaptıkları, yatırımlarını

hangi sıklıkla gözden geçirdikleri, yatırım kararlarında mikro ve makro düzeyde etkili olan faktörlerin önem derecelerini belirlemeye yönelik sorular yer almaktadır. Bu bölümde 6 ve 7. sorularda katılımcılardan, ifadeleri önem derecelerine (**1=En önemli, 5=En az önemli olmak üzere**) göre puanlamaları istenmiştir.

II. Bölüm, işletmelerde alınan finansal kararların yatırımcı davranışlarını etkileyip etkilemediği, etkiliyorsa hangi yönde etkilediğini belirlemeye yönelik olarak düzenlenmiş sorulardan oluşmuştur (**1=Olumsuz yönde etkiler, 2=Etkilemez, 3=Olumlu yönde etkiler**). III. Bölüm yatırımcı eğilimlerini belirlemeye yönelik sorulardan oluşmuş ve bu bölümdeki sorular için ankete katılanlardan her bir ifade için bir ile beş arasında katılma derecelerini gösteren (**5=Kesinlikle katılıyorum, 4=Katılıyorum, 3=Kararsızım, 2=Katılmıyorum, 1=Kesinlikle katılmıyorum**) seçeneklerden kendilerine en uygun şıkkı işaretlendirmeleri istenmiştir. IV. Bölüm ise katılımcıları tanımaya yönelik olarak sorulan tanımlayıcı sorulardan oluşmaktadır. Bu bölümde katılımcıların cinsiyet, yaş, medeni durum, eğitim durumu ve meslek gibi demografik özelliklerini belirlemeye yönelik sorular sorulmuştur.

Çalışmada elde edilen veriler istatistik paket programları aracılığı ile değerlendirilmiştir. Çalışmada tesadüfi örnekleme yönteminden yararlanılmıştır. 138 bireysel yatırımcıya ilişkin veriler elde edilmiştir.

3.3. Araştırmanın Sınırları

Bu çalışmanın ana kitlesini, İzmir İli, Bornova İlçesi içerisinde hisse senedine yatırım yapan bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Anket çalışması, bankaların menkul kıymet birimlerinde hisse senedi alım satımı yapan yatırımcılara uygulanmıştır. Çalışmada 550 adet anket dağıtılmış, bunlardan yalnızca 152 adeti geri dönmüştür. Geçerli anket sayısı ise 138'dir.

3.4. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirmesi

Araştırmada öncelikle anket sorularına verilen yanıtların mutlak ve nispi dağılımları sunularak değerlendirmeler yapılacaktır. Daha sonra genel anket sonuçları ve çeşitli gruplamalar altında kurulan hipotezler test edilecektir. Hipotezlerin değerlendirilmesinde verilerin niteliği nedeniyle Ki-kare (X²) test yönteminden yararlanılarak yatırımcı davranışları ve eğilimler arasındaki ilişkiler belirlenmeye çalışılacaktır.

3.4.1. Genel Değerlendirme

Anket İMKB’de yatırım yapan bireysel yatırımcıların profilinin, işletmelerin almış olduğu finansal kararlar karşısında sergiledikleri davranışlarının ve tercihlerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Bu başlık altında anket sorularına verilen yanıtların, mutlak ve nispi dağılımları verilerek değerlendirmelerde bulunulacaktır. Öncelikle anketin dördüncü bölümünü oluşturan ve katılımcıların demografik özelliklerini belirlemeye yönelik olan sorular ile anketin birinci bölümünü oluşturan ve yatırımcı profilini belirlemeye yönelik olan soruların analizleri yapılacaktır.

Tablo 1: Katılımcıların Cinsiyete Göre Dağılımı

Cinsiyet	Sayı	Yüzde
Erkek	91	65,9
Kadın	47	34,1
Toplam	138	100,0

Tablo 1’de görüldüğü gibi anket katılımcılarının %65,6’sı (91 kişi) erkek, %34,1’i (47 kişi) kadın yatırımcılardan oluşmaktadır.

Tablo 2: Katılımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı

Yaş Grubu	Sayı	Yüzde
Alt Yaş (21-35 yaş)	53	38,4
Orta Yaş (36-50 yaş)	67	48,6
Üst Yaş (51 yaş ve üzeri)	18	13,0
Toplam	138	100,0

Tablo 2’de katılımcıların yaş gruplarına göre dağılımı verilmektedir. Yatırımcıların %38,4’ü 21-35 yaş arası (alt yaş grubu), % 48,6’sı 36-50 yaş arası (orta yaş grubu), %13’ü 51 yaş üzeri (üst yaş grubu) bireylerden oluşmaktadır.

Tablo 3: Katılımcıların Medeni Duruma Göre Dağılımı

Medeni Durum	Sayı	Yüzde
Bekar	37	26,8
Evli	101	73,2
Toplam	138	100,0

Tablo 3’te görüldüğü üzere, anket katılımcılarının %26,8’i bekar, %73,2’si evli bireylerden oluşmaktadır.

Tablo 4: Katılımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı

Eğitim Düzeyi	Sayı	Yüzde
Lise	16	11,6
Üniversite	99	71,7

Yüksek Lisans/Doktora	23	16,7
Toplam	138	100,0

Tablo 4’te katılımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımı görülmektedir. Katılımcıların büyük bir bölümü (%71,7) lisans mezunudur, geri kalanının %11,6’sı lise, % 16,7’si yüksek lisans/doktora mezunlarından oluşmaktadır.

Tablo 5: Katılımcıların Meslek Grubuna Göre Dağılımı

Meslek Grubu	Sayı	Yüzde
Özel sektörde çalışan	53	38,4
Kamu sektöründe çalışan	38	27,5
Uzmanlık gerektiren meslekler	15	10,9
Küçük-orta ölçekli ticaret serbest meslek	21	15,2
Büyük ölçekli ticaret	5	3,6
Üst düzey yönetici	4	2,9
Emekli	1	0,7
Öğrenci	1	0,7
Toplam	138	100,0

Tablo 5’ten de görüleceği üzere ankete katılan yatırımcıların çoğunluğu özel sektörde ve kamu sektöründe çalışanlardan oluşmaktadır.

Anket katılımcılarının %71,1’i hisse senedi piyasasını yakından takip ederken, % 28,3’ü piyasayı yakından takip etmediklerini belirtmişlerdir.

Tablo 6: Katılımcıların Yatırım Yaptıkları Yatırım Araçlarına Göre Dağılımı

Yatırım Araçları	Sayı	Yüzde
Hisse Senedi	138	100,0
A tipi Yatırım Fonu	71	51,4
B Tipi Yatırım Fonu	47	34,1
Mevduat	82	59,4
Döviz	88	63,8
Forex	19	13,8
Hazine Bonosu	53	38,4
Altın	80	58,0

Katılımcılara hangi yatırım araçlarına yatırım yaptıklarının yöneltildiği soruda, katılımcıların tamamı hisse senetlerine, %63,8'i dövize, %59,4'ü mevduata, %58'i altına, %51,4'ü A tipi yatırım fonlarına, %38,4'ü hazine bonosuna, %34,1'i B tipi yatırım fonuna ve %13,8'i de forexe yatırım yaptıklarını belirtmişlerdir.

Tablo 7: Hisse Senetlerine Yatırım Yapma Sürelerinin Dağılımı

Süre	Sayı	Yüzde
1 yıldan az	39	28,3
1-3 yıl arası	38	27,5
4-6 yıl arası	32	23,2
7-9 yıl arası	27	19,6
10 yıldan fazla	2	1,4
Toplam	138	100,0

Katılımcıların %55,8'i 0-3 yıl arası, %42,8'i 4-9 yıl arası ve %1,4'ü 10 yıldan fazla yatırım yaptıklarını belirtmişlerdir. Tablo 7'den de görüleceği üzere yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yaptıkları süreler arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır. 1-10 yıl arası yatırım yapan yatırımcıların sayıları birbirine çok yakınken, 10 yıldan fazla yatırım yapanların oranı ise çok düşük kalmıştır.

Tablo 8: Hisse Senedi Yatırımlarının Gözden Geçirilme Sıklığı

Gözden Geçirme Sıklığı	Sayı	Yüzde
Her gün	3	2,2
Birkaç günde bir	11	8,0
Haftada bir	12	8,7
Ayda bir kez	18	13,0
Birkaç ayda bir	11	8,0
Belirli periyodu yok	83	60,1
Toplam	138	100,0

Anket katılımcılarının %60,1'i hisse senedi yatırımlarını gözden geçirmede belirli bir periyot gözetmediklerini belirtirken, %2,2'si her gün gözden geçirdiklerini belirtmişlerdir.

Tablo 9: Katılımcıların Hisse Senedi Yatırımlarını Yönlendiren Temel Bilgi Kaynaklarının Dağılımı

Bilgi Kaynakları	Sayı	Yüzde
Yatırım Yapan Arkadaşlarının Tavsiyeleri	93	67,4
Aracı Kurumlar	84	60,9

Sürelî Yayınlar	96	69,9
TV Kanalları	65	47,1
Diğer	0	0,0

Tablo 9'dan görüldüğü üzere, anket katılımcılarının %69,9'u hisse senedi yatırımlarını yönlendiren temel bilgi kaynağının süreli yayınlar (gazete ve ekonomi dergileri) olduğunu belirtirken, % 67,4'ü yatırım yapan arkadaşlarının tavsiyelerini, %67,4'ü aracı kurumları, %47,1'i TV kanallarını temel bilgi kaynakları arasında göstermişlerdir.

Tablo 10: Katılımcıların Yatırım Kararlarında Makro Düzeyde Etkili Olan Faktörler

Makro Düzeyde Etkili Olan Faktörler	Sayı	Yüzde
Piyasa Faiz Oranları	34	24,6
Döviz Kurlarındaki Dalgalanmalar	31	22,5
Siyasi Dalgalanmalar	37	26,8
Reel Ekonomide Beklenen Büyüme Oranları	28	20,3
Beklenen Enflasyon Oranı	8	5,8

Anket katılımcıları yatırım kararlarında makro düzeyde etkili olan en önemli faktörün siyasi dalgalanmalar, önem düzeyi en düşük olan faktörün ise reel ekonomide beklenen enflasyon oranları olduğunu belirtmişlerdir.

Tablo 11: Katılımcıların Yatırım Kararlarında Mikro Düzeyde Etkili Olan Faktörler

Mikro Düzeyde Etkili Olan Faktörler	Sayı	Yüzde
Şirketin Mali Performansı	30	21,7
Diğer Yatırımcıların Tutum ve Davranışları	29	21,0
Kişisel Sezgilerim	27	19,6
Sektörün Durumu	27	19,6
Şirketle İlgili Haberler	25	18,1

Katılımcıların yatırım kararlarında mikro düzeyde etkili olan faktörler arasında anlamlı bir fark bulunmamakla birlikte, katılımcılar için hisse senetlerine yatırım yaptıkları şirketin mali performansının en önemli faktör olduğu görülmüştür.

3.4.2. Finansal Kararların Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkilerinin

Analizi

Anketin ikinci bölümünde, işletmelerin almış olduğu finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkisini incelemek üzere anket katılımcılarına; diğer tüm koşulların değişmediği varsayımı altında, hisse senedi yatırım kararlarında bir şirketin almış olduğu;

- Üretimi artırmak amacıyla genişleme yatırımı yapma,
- Maliyet tasarrufu amacıyla modernizasyon yatırımı yapma,
- Yapmış olduğu yatırımın olumsuz sonuçlanması,
- Yapmakta olduğu yatırımları durdurma,
- Faaliyetlerini finanse etmek için sıklıkla banka kredilerinden yararlanması,
- Yatırımlarını finanse etmek için tahvil çıkarma,
- Uzun vadeli yatırımlarını otofinansman yolu ile finanse etme,

- Sermaye artırma,
- Dış piyasalardan borçlanma,
- Büyüme ya da birleşme,
- Bazı faaliyetlerini durdurma ve küçülme,
- Yabancı şirketlerle ortaklık kurma,
- Nakdi kar payı dağıtım,
- Hisse senedi ile kar payı dağıtım,
- Kar dağıtmama,

gibi finansal kararların, yatırım davranışlarını hangi yönde etkilediği sorulmuştur.

Tablo 12: Finansal Kararların, Yatırımcının Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi

	Olumsuz Yönde Etki		Etkisiz		Olumlu Yönde Etki	
	Sayı	Yüzde	Sayı	Yüzde	Sayı	Yüzde
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	0	0	28	20,3	110	79,7
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	0	0	45	32,6	93	67,4
Yapılan Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	98	71,0	40	29,0	0	0
Yatırımları Durdurma Kararı	100	72,5	38	27,5	0	0
Banka Kredisi ile Finansman Kararı	65	47,1	68	49,3	5	3,6
Tahvil Çıkarma Kararı	0	0	62	44,9	76	55,1
Otofinansman kararı	0	0	49	35,5	89	64,5
Sermaye Artırma Kararı	0	0	53	38,4	85	61,6
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	0	0	55	39,9	83	60,1
Büyüme ya da Birleşme Kararı	0	0	49	35,5	89	64,5
Faaliyetlerini Durdurma ve küçülme	73	52,9	64	46,6	1	0,7

kararı						
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	0	0	41	39,1	91	65,9
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	0	0	48	34,8	90	65,2
Hisse Senedi ile Kar Payı Dağıtım Kararı	0	0	55	39,9	83	60,1
Kar Payı Dağıtmama Kararı	93	67,4	45	32,6	0	0

Tablo 12’den de görüleceği üzere katılımcılar genel olarak şirketlerin;

- Genişleme yatırımı yapma, modernizasyon yatırımı yapma,
- Tahvil çıkarma,
- Otofinansman,
- Sermaye artırma,
- Dış piyasalardan borçlanma,
- Büyüme ve birleşme,
- Yabancı şirketlerle ortaklık kurma,
- Nakdi kar payı dağıtma,
- Hisse senedi ile kar payı dağıtma kararlarının, yatırım kararlarını olumlu yönde;
- Yatırımları durdurma,
- Bazı faaliyetleri durdurma,
- Küçültme kararlarının, yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilediğini belirtmişlerdir.

Bununla birlikte katılımcılar, şirketlerin;

- Banka kredileri ile finansman kararlarının yatırım kararlarını etkilemediğini belirtmişlerdir.

Anketin üçüncü bölümünde katılımcılara, yatırımcı eğilimlerini belirlemeye yönelik olarak oluşturulan ifadelere katılıp katılmadıkları sorulmuştur. Bu bölümde yer alan ifadeler ve temsil ettikleri eğilimler aşağıdaki gibidir:

- Menkul kıymetler piyasası hakkında bir tasarruf sahibi olarak oldukça iyi bilgiye sahibim. (Aşırı Güven)
- Hisse senedi fiyatlarındaki yükselişin bir süre devam edeceğini düşünürüm.(Aşırı İyimserlik)
- Piyasada yaptığım işlemlerin olumlu sonuçlarının kendi başarımın, olumsuz sonuçların kötü şansın sonucu olduğunu düşünürüm. (Hataları Yanlış Değerlendirme)
- % 100 ihtimalle 3000 TL kayıp ve % 80 ihtimalle 4000 TL kayıp söz konusu olduğunda ilk seçeneği tercih ederim. (Kayıptan Kaçınma)
- Kazandıran hisse senetlerini satıp, kaybettiiren hisse senetlerini portföyde tutmaya devam ederim. (Pişmanlıktan Kaçınma)
- Bir hisse senedi geçen iki yıl içinde ortalamanın üzerinde getiri sağlamışsa, sadece bu gözlemime dayanarak hisse senedinin bir sonraki yıl da ortalamanın üstünde bir performans göstereceğine inanırım. (Temsil Etme)
- Aniden yüksek kar elde ettiğini ilan eden bir şirketin hisse senetlerine şirketin geçmişteki kar performansının düşük oluşu nedeniyle kazançtaki değişimin geçici olduğunu düşünürüm ve bu hisse senetleri ile ilgilenmem. (Demirleme)
- Kazanç beklentisi ile bir hisse senedi satın aldığımda, ortaya çıkan haber ya da finansal gelişmelerden yükselişi destekleyecek nitelikteki verileri daha fazla dikkate alırım. (Tutuculuk)
- Portföyüme yeni bir hisse senedi almak istediğimde, alacağım hisse senedinin, portföyün risk düzeyini nasıl etkileyeceğini düşünmem. (Zihinsel Muhasebe)
- Elimdeki hisse senetleri birkaç seans değer kazandığında bu artışın devam etmeyeceği düşüncesiyle onları hemen realize ederim. (Kumarcı Tuzağı)
- Piyasadaki diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket ederim. (Sürü Psikolojisi)
- Kendi çalıştığım şirketin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ederim. (Aşına Olanı Tercih Etme)
- % 100 ihtimalle 3000 TL kazanç ve % 80 ihtimalle 4000 TL kazanç söz konusu olduğunda ilk seçeneği tercih ederim. (Belirsizlikten Kaçınma)

Tablo 13: Yatırımcı Eğilimleri

Eğilimler	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	Toplam
Aşırı Güven	18,1	23,9	12,3	29,0	16,7	100,0
Aşırı İyimserlik	17,4	21,0	7,2	33,3	21,0	100,0
Hataları Yanlış Değerlendirme	7,2	25,4	9,4	36,2	21,7	100,0
Kayıptan Kaçınma	15,2	21,0	5,1	34,1	24,6	100,0
Pişmanlıktan Kaçınma	11,6	21,7	8,0	37,7	21,0	100,0
Temsil Etme	11,6	34,8	10,1	25,4	18,1	100,0
Demirleme	13,0	26,1	19,0	31,2	18,8	100,0
Tutuculuk	13,0	17,4	11,6	44,2	13,8	100,0
Zihinsel Muhasebe	12,3	22,5	10,1	36,2	18,8	100,0
Kumarcı Tuzağı	13,8	21,0	19,6	25,4	20,3	100,0
Sürü Psikolojisi	11,6	19,6	13,0	28,3	27,5	100,0
Aşına Olanı Tercih Etme	15,9	23,2	2,9	35,5	22,5	100,0
Belirsizlikten Kaçınma	15,2	14,5	7,2	37,7	25,4	100,0

Tablo 13'ten de görüleceği üzere, yatırımcılar genel olarak aşırı iyimserlik (%54,3), hataları yanlış değerlendirme (%57,9), kayıptan kaçınma (%58,7), pişmanlıktan kaçınma (%58,7), demirleme (%50) tutuculuk (%58), zihinsel

muhasabe (%55), kumarıcı tuzağı (%45,7), sürü psikolojisi (%55,8), aşına olanı tercih etme (%58) ve belirsizlikten kaçınma (%63,1) eğilimlerini temsil eden ifadelere katıldıklarını, aşırı güven (%42) ve temsil etme (%46,4) eğilimlerini temsil eden ifadelere katılmadıklarını belirtmişlerdir.

3.5. Hipotez Testleri

İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar ile yatırımcı eğilimleri arasındaki ilişkinin analiz edilmesi için bir ana hipotez ve birden çok alt hipotezler oluşturulmuş ve bu hipotezler %95 ve %99 güven aralığında test edilmiştir. Araştırmanın ana hipotezi;

H₀: İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

şeklinde belirlenmiştir. Ana hipotezin test edilebilmesi için işletmelerin aldığı her finansal karar için ayrı ayrı alt hipotezler kurulmuş ve test edilmiştir.

3.5.1. İşletmelerin Genişleme Yatırımı Yapma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H₀: İşletmelerin genişleme yatırımı yapma kararı alması ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin genişleme yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H₀ hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde, işletmelerin genişleme yatırımı yapma kararı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,038 ve aralarındaki korelasyon 0,177 olarak bulunmuştur. Bu da genişleme yatırımı yapma kararı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi

arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Yatırımcının genişleme yatırımı yapma kararından olumlu yönde etkilenmesi pişmanlıktan kaçınma eğilimi arttıkça artmıştır. $0,038 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.

- Genişleme yatırımı yapma kararı ile zihinsel muhasebe yapma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,018 ve aralarındaki korelasyon -0,201 olarak bulunmuştur. Bu da işletmelerin genişleme yatırımı yapma kararı ile zihinsel muhasebe yapma eğilimi arasında negatif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının genişleme yatırımı yapma kararından olumlu yönde etkilenmesi, zihinsel muhasebe yapma eğilimi arttıkça azalmaktadır. $0,018 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin genişleme yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.2. İşletmelerin Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin modernizasyon yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin modernizasyon yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin modernizasyon yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. H_0 kabul koşulu sağlanmıştır ve *işletmelerin modernizasyon yatırımı yapma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.*

3.5.3. İşletmelerin Yatırımları Durdurma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri

Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin yatırımları durdurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin yatırımları durdurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin yatırımları durdurma kararı ile kayıptan kaçınma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,034 ve aralarındaki korelasyon -0,180 olarak bulunmuştur. Bu da kayıptan kaçınma eğilimi ile İşletmelerin yatırımları durdurma kararı arasında negatif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının yatırımları durdurma kararından olumsuz yönde etkilenmesi kayıptan kaçınma eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,034 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.
- İşletmelerin yatırımları durdurma kararı ile demirleme eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,040 ve aralarındaki korelasyon -0,175 olarak bulunmuştur. Bu da demirleme eğilimi ile işletmelerin yatırımları durdurma kararı arasında negatif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin yatırımları durdurma kararından olumsuz yönde etkilenmesi demirleme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,040 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.
- İşletmelerin yatırımları durdurma kararı ile sürü psikolojisi eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,041 ve aralarındaki korelasyon 0,174 olarak bulunmuştur. Bu da sürü psikolojisi eğilimi ile işletmelerin yatırımları durdurma kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin yatırımları durdurma kararından olumsuz yönde etkilenmesi sürü psikolojisinde olma eğilimi arttıkça

artmaktadır. $0,041 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin yatırımları durdurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.4. İşletmelerin Banka Kredileri ile Finansman Kararı ile Yatırımcı

Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin banka kredileri ile finansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin banka kredileri ile finansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin banka kredileri ile finansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. H_0 kabul koşulu sağlanmıştır ve *işletmelerin banka kredileri ile finansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.*

3.5.5 . İşletmelerin Tahvil Çıkarma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin tahvil çıkarma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin tahvil çıkarma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin tahvil çıkarma kararı ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişki analiz edildiğinde, ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,020 ve aralarındaki korelasyon -0,199 çıkmıştır. Bu da tahvil çıkarma kararı ile aşırı güven eğilimi arasında negatif yönde ve

zayıf bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin tahvil çıkarma kararından olumlu yönde etkilenmesi aşırı güven eğilimi arttıkça azalmıştır. $0,020 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.

- İşletmelerin tahvil çıkarma kararı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,018 ve aralarındaki korelasyon 0,200 olarak bulunmuştur. Bu da tahvil çıkarma kararı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin tahvil çıkarma kararından olumlu yönde etkilenmesi pişmanlıktan kaçınma eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,018 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin tahvil çıkarma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.6. İşletmelerin Otofinsman Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki

İlişki

H_0 : İşletmelerin otofinansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin otofinansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 99 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin otofinansman kararı ile aşırı iyimserlik eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,009 ve aralarındaki korelasyon 0,220 olarak bulunmuştur. Bu da aşırı iyimserlik eğilimi ile otofinansman kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin otofinansman kararından olumlu yönde etkilenmesi aşırı iyimserlik eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,009 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.
- İşletmelerin otofinansman kararı ile hataları yanlış değerlendirme arasındaki ilişki analiz edildiğinde, ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,014 ve aralarındaki

korelasyon -0,209 olarak bulunmuştur. Yatırımcının işletmelerin otofinansman kararından olumsuz yönde etkilenmesi hataları yanlış değerlendirme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,014 < 0,05$ olduğundan yine H_0 red koşulu sağlanmıştır.

- İşletmelerin otofinansman kararı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,009 ve aralarındaki korelasyon -0,222 olarak bulunmuştur. Bu da pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile otofinansman kararı arasında negatif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin otofinansman kararından olumlu yönde etkilenmesi pişmanlıktan kaçınma eğilimi arttıkça azalmaktadır. $0,009 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve ***işletmelerin otofinansman kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.***

3.5.7. İşletmelerin Sermaye Artırma Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin sermaye artırma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin sermaye artırma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin sermaye artırma kararı ile demirleme eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,036 ve aralarındaki korelasyon -0,179 olarak bulunmuştur. Yatırımcının işletmelerin sermaye artırma kararından olumlu yönde etkilenmesi demirleme eğilimi arttıkça azalmaktadır. $0,036 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve ***işletmelerin sermaye artırma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.***

3.5.8. İşletmelerin Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri

Arasındaki İlişki

H₀: İşletmelerin dış piyasalardan borçlanma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin dış piyasalardan borçlanma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H₀ hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin dış piyasalardan borçlanma kararı ile hataları yanlış değerlendirme eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,023 ve aralarındaki korelasyon 0,193 olarak bulunmuştur. Bu da hataları yanlış değerlendirme eğilimi ile dış piyasalardan borçlanma kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin dış piyasalardan borçlanma kararından olumlu yönde etkilenmesi hataları yanlış değerlendirme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,023 < 0,05$ olduğundan H₀ red koşulu sağlanmıştır. H₁ desteklenmiştir ve *işletmelerin dış piyasalardan borçlanma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.9. İşletmelerin Büyüme ya da Birleşme Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri

Arasındaki İlişki

H₀: İşletmelerin büyüme ya da birleşme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin büyüme ya da birleşme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H₀ hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin büyüme ya da birleşme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. H₀ kabul koşulu sağlanmıştır ve *işletmelerin büyüme ya da birleşme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.*

3.5.10. İşletmelerin Bazı Faaliyetleri Durdurma ve Küçülme Kararı ile Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde, işletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı ile aşırı güven arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,016 ve aralarındaki korelasyon 0,205 çıkmıştır. Bu da aşırı güven eğilimi ile bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararından olumsuz yönde etkilenmesi aşırı güven eğilimi arttıkça artmıştır. $0,016 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.
- İşletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı ile kayıptan kaçınma arasındaki ilişki analiz edildiğinde, ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,039 ve aralarındaki korelasyon -0,176 olarak bulunmuştur. Yatırımcının işletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararından olumsuz yönde etkilenmesi kayıptan kaçınma eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,039 < 0,05$ olduğundan yine H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.11. İşletmelerin Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H₀ hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı ile temsil etme eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,016 ve aralarındaki korelasyon 0,204 olarak bulunmuştur. Bu da temsil etme eğilimi ile yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararından olumlu yönde etkilenmesi temsil etme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,016 < 0,05$ olduğundan H₀ red koşulu sağlanmıştır. H₁ desteklenmiştir ve *işletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.12. İşletmelerin Nakdi Kar Payı Dağıtma Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H₀: İşletmelerin nakdi kar payı dağıtma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H₁: İşletmelerin nakdi kar payı dağıtma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H₀ hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin nakdi kar payı dağıtma kararı ile aşırı güven arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,015 ve aralarındaki korelasyon 0,207 olarak bulunmuştur. Bu da aşırı güven eğilimi ile nakdi kar payı dağıtma kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin nakdi kar payı dağıtma kararından olumlu yönde etkilenmesi aşırı güven eğilimi arttıkça artmıştır. $0,015 < 0,05$ olduğundan H₀ red koşulu sağlanmıştır. H₁ desteklenmiştir ve *işletmelerin nakdi kar payı dağıtma kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.*

3.5.13. İşletmelerin Hisse Senedi ile Kar Payı Dağıtım Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,017 ve aralarındaki korelasyon 0,202 olarak bulunmuştur. Bu da belirsizlikten kaçınma eğilimi ile hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin hisse senedi ile kar payı dağıtım kararından olumlu yönde etkilenmesi belirsizlikten kaçınma eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,017 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır*.

3.5.14. İşletmelerin Kar Payı Dağıtmama Kararı İle Yatırımcı Eğilimleri Arasındaki İlişki

H_0 : İşletmelerin kar payı dağıtmama kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.

H_1 : İşletmelerin kar payı dağıtmama kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki vardır.

- H_0 hipotezi % 95 güven düzeyinde test edildiğinde, kar payı dağıtmama kararı ile aşırı güven arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,014 ve aralarındaki korelasyon 0,209 olarak bulunmuştur. Bu da aşırı güven eğilimi ile kar payı dağıtmama kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin

bulduğunu göstermektedir Yatırımcının kar payı dağıtmama kararından olumsuz yönde etkilenmesi aşırı güven eğilimi arttıkça artmıştır. $0,014 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır.

- İşletmelerin kar payı dağıtmama kararı ile hataları yanlış değerlendirme arasındaki ilişki analiz edildiğinde, ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,014 ve aralarındaki korelasyon -0,209 olarak bulunmuştur. Yatırımcının kar dağıtmama kararından olumsuz yönde etkilenmesi hataları yanlış değerlendirme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,014 < 0,05$ olduğundan yine H_0 red koşulu sağlanmıştır.
- H_0 hipotezi % 99 güven düzeyinde test edildiğinde, işletmelerin kar dağıtmama kararı ile demirleme eğilimi arasındaki ilişkinin anlamlılık düzeyi 0,003 ve aralarındaki korelasyon 0,249 olarak bulunmuştur. Bu da demirleme eğilimi ile kar dağıtmama kararı arasında pozitif yönde fakat zayıf bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yatırımcının işletmelerin kar dağıtmama kararından olumsuz yönde etkilenmesi demirleme eğilimi arttıkça artmaktadır. $0,003 < 0,05$ olduğundan H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve *işletmelerin kar payı dağıtmama kararı ile yatırımcı eğilimleri arasında ilişki yoktur.*

3.5.15. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Hisse Senedi

Piyasasını Yakından Takip Etme Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi

H_0 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından hisse senedi piyasasını yakından takip eden ve etmeyen gruplar arasında farklılık yoktur.

H_1 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından hisse senedi piyasasını yakından takip eden ve etmeyen gruplar arasında farklılık vardır.

H_0 hipotezi bağımsız örneklem t-testi ile analiz edilmiştir. Tablo 14’te t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 14: Piyasayı Yakından Takip Etme Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımını Yapma Kararı	Evet	92	2,77	,422
	Hayır	46	2,85	,363
Modernizasyon Yatırımını Yapma Kararı	Evet	92	2,68	,467
	Hayır	46	2,65	,482
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Evet	92	1,30	,463
	Hayır	46	1,26	,444
Yatırımları Durdurma Kararı	Evet	92	1,27	,447
	Hayır	46	1,28	,455
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Evet	92	1,59	,538
	Hayır	46	1,52	,623
Tahvil Çıkarma Kararı	Evet	92	2,60	,493
	Hayır	46	2,46	,504
Otofinansman Kararı	Evet	92	2,68	,467
	Hayır	46	2,57	,501
Sermaye Artırma Kararı	Evet	92	2,57	,498
	Hayır	46	2,72	,455
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Evet	92	2,61	,491
	Hayır	46	2,59	,498
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Evet	92	2,60	,493
	Hayır	46	2,74	,444
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Evet	92	1,46	,522
	Hayır	46	1,52	,505
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Evet	92	2,72	,453

	Hayır	46	2,54	,504
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Evet	92	2,64	,482
	Hayır	46	2,67	,474
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Evet	92	2,63	,485
	Hayır	46	2,54	,504
Kar Dağıtmama Kararı	Evet	92	1,38	,488
	Hayır	46	1,22	,417

H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; işletmelerin almış olduğu yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararından etkilenme bakımından piyasayı yakından takip eden ve takip etmeyen gruplar arasında farklılık gözlemlenmiştir. Sonuçların anlamlılığını test etmek üzere uygulanan bağımsız örneklem testinin sonuçları tablo 15'te gösterilmektedir.

Tablo 15: Bağımsız Örneklem Testi

		Varyansların Eşitliği Testi		Ortalamaların Eşitliği Testi		
		Sıklık	Anlamlılık	t Değeri	Serbestlik Derecesi	Serb. Der. (çift yönlü)
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	4,841	,029	1,044	136	,298
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,098	103,051	,275
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	,547	,461	-,383	136	,703
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,379	87,710	,706
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Eşit Varyanslar	1,190	,277	-,527	136	,599

	Eşit Olmayan Varyanslar			-,535	93,504	,594
Yatırımları Durdurma Kararı	Eşit Varyanslar	,070	,791	,134	136	,894
	Eşit Olmayan Varyanslar			,133	88,706	,895
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Eşit Varyanslar	2,671	,105	-,637	136	,526
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,606	79,292	,546
Tahvil Çıkarma Kararı	Eşit Varyanslar	1,054	,306	-1,576	136	,117
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,565	88,421	,121
Otofinansman Kararı	Eşit Varyanslar	5,132	,025	-1,383	136	,169
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,351	84,682	,180
Sermaye Artırma Kararı	Eşit Varyanslar	14,367	,000	1,739	136	,084
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,793	97,747	,076
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Eşit Varyanslar	,220	,640	-,244	136	,807
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,243	88,963	,809
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Eşit Varyanslar	13,153	,000	1,639	136	,103
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,698	98,993	,093
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Eşit Varyanslar	,164	,686	,699	136	,486
	Eşit Olmayan Varyanslar			,707	92,866	,481

Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Eşit Varyanslar	9,506	,002	-2,048	136	,042
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,977	82,087	,051
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	,605	,438	,377	136	,707
	Eşit Olmayan Varyanslar			,379	91,519	,706
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	2,469	,118	-,980	136	,329
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,968	87,198	,336
Kar Dağıtmama Kararı	Eşit Varyanslar	19,178	,000	-1,938	136	,055
	Eşit Olmayan Varyanslar			-2,043	103,709	,044

Tablo 15'ten de görüldüğü üzere, yabancı şirketle ortaklık kurma kararından etkilenme bakımından H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu yabancı şirketle ortaklık kurma kararından etkilenmesi bakımından piyasayı takip eden ve etmeyen gruplar arasında farklılık vardır. Piyasayı yakından takip eden yatırımcılar, işletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararından olumlu yönde etkileniyorken, yakından takip etmeyen yatırımcılar bu karardan etkilenmemektedirler.

Otofinansman kararı ile kar dağıtmama kararı birbirine paralel kararlar olduğundan, kar dağıtmama kararından etkilenme bakımından piyasayı yakından takip eden ve etmeyen gruplar arasında ortaya çıkan farklılığın otofinansman kararından etkilenme bakımından da ortaya çıkması beklenmekteydi. Oto finansman kararından etkilenme bakımından gruplar arası farklılığın bulunmayışının, yatırımcının bu iki kararı farklı algılaması ve değerlendirmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

3.5.16. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Cinsiyet Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi

H₀: Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından kadınlar ve erkekler arasında farklılık yoktur.

H₁: Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından kadınlar ve erkekler arasında farklılık vardır.

H₀ hipotezi bağımsız örneklem t-testi ile analiz edilmiştir. Tablo 16'da t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 16: Cinsiyet Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Cinsiyet	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımını Yapma Kararı	Erkek	85	2,84	,373
	Kadın	53	2,74	,445
Modernizasyon Yatırımını Yapma Kararı	Erkek	85	2,74	,441
	Kadın	53	2,57	,500
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Erkek	85	1,25	,434
	Kadın	53	1,36	,484
Yatırımları Durdurma Kararı	Erkek	85	1,26	,441
	Kadın	53	1,30	,463

Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Erkek	85	1,60	,539
	Kadın	53	1,51	,608
Tahvil Çıkarma Kararı	Erkek	85	2,58	,497
	Kadın	53	2,51	,505
Otofinansman Kararı	Erkek	85	2,59	,495
	Kadın	53	2,74	,445
Sermaye Artırma Kararı	Erkek	85	2,65	,481
	Kadın	53	2,57	,500
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Erkek	85	2,61	,490
	Kadın	53	2,58	,497
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Erkek	85	2,69	,464
	Kadın	53	2,57	,500
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Erkek	85	1,40	,493
	Kadın	53	1,60	,531
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Erkek	85	2,67	,473

	Kadın	53	2,64	,484
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Erkek	85	2,65	,481
	Kadın	53	2,66	,478
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Erkek	85	2,65	,481
	Kadın	53	2,53	,504
Kar Dağıtmama Kararı	Erkek	85	1,33	,473
	Kadın	53	1,32	,471

Burada kadın ve erkek gruplarının ortalamalarında, 1 ve 1'e yakın değerler finansal kararlardan olumsuz etkilenme durumunu, 2 ve 2'ye yakın değerler etkilenmeme, 3 ve 3'e yakın değerler ise olumlu etkilenme durumunu göstermektedir. Tablo 16'dan görüleceği üzere kadın ve erkek grupların ortalamaları arasında yalnızca modernizasyon yatırımı yapma kararı bakımından bir fark gözlemlenmiştir. Genel sonuçlara paralel olarak; şirketlerin;

- Genişleme yatırımı yapma,
- Modernizasyon yatırımı yapma,
- Sermaye artırma,
- Dış piyasalardan borçlanma,
- Büyüme ve birleşme,
- Yabancı şirketlerle ortaklık kurma,
- Nakdi kar payı dağıtma,
- Hisse senedi ile kar payı dağıtma kararlarından olumlu yönde;

- Yatırımları durdurma,
 - Bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme,
 - Kar payı dağıtmama kararlarından olumsuz yönde etkilenme
- banka kredileri ile finansman, tahvil çıkarma kararlarından etkilenmeme durumu söz konusudur.

Sonuçların anlamlığını test etmek üzere bağımsız örneklem t-testi uygulanmış ve t-testin sonuçları tablo 17’de verilmiştir.

Tablo 17: Bağımsız Örneklem Testi

		Varyansların Eşitliği Testi		Ortalamaların Eşitliği Testi		
		Sıklık	Anlamlılık	t Değeri	Serbestlik Derecesi	Serb. Der. (çift yönlü)
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	7,587	,007	1,413	136	,160
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,356	96,127	,178
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	12,786	,000	2,155	136	,033
	Eşit Olmayan Varyanslar			2,092	99,968	,039
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Eşit Varyanslar	6,831	,010	-1,403	136	,163
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,368	101,379	,174
Yatırımları Durdurma Kararı	Eşit Varyanslar	1,146	,286	-,547	136	,585
	Eşit Olmayan			-,541	106,232	,590

	Varyanslar					
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Eşit Varyanslar	2,065	,153	,913	136	,363
	Eşit Olmayan Varyanslar			,888	100,456	,377
Tahvil Çıkarma Kararı	Eşit Varyanslar	1,202	,275	,766	136	,445
	Eşit Olmayan Varyanslar			,763	109,193	,447
Otofinansman Kararı	Eşit Varyanslar	13,856	,000	-1,770	136	,079
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,814	119,243	,072
Sermaye Artırma Kararı	Eşit Varyanslar	2,777	,098	,948	136	,345
	Eşit Olmayan Varyanslar			,939	107,116	,350
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Eşit Varyanslar	,359	,550	,311	136	,756
	Eşit Olmayan Varyanslar			,310	109,248	,757
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Eşit Varyanslar	6,690	,011	1,531	136	,128
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,504	104,088	,136
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Eşit Varyanslar	,920	,339	-2,292	136	,023
	Eşit Olmayan Varyanslar			-2,253	104,191	,026
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Eşit Varyanslar	,463	,498	,348	136	,728
	Eşit Olmayan Varyanslar			,346	108,482	,730
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	,103	,749	-,159	136	,874

	Eşit Olmayan Varyanslar			-,159	110,932	,874
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	4,474	,036	1,385	136	,168
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,370	106,515	,173
Kar Dağıtmama Kararı	Eşit Varyanslar	,044	,833	,105	136	,917
	Eşit Olmayan Varyanslar			,105	110,752	,917

H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan yalnızca modernizasyon yatırımı yapma kararından etkilenme bakımından gruplar arasındaki farkın anlamlı olduğu gözlemlenmiştir. **Modernizasyon yatırımı yapma** kararından etkilenme bakımından H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış modernizasyon yatırımı yapma kararından etkilenmesi bakımından kadın ve erkek yatırımcılar arasında farklılık vardır. Finansal kararlardan etkilenme bakımından kadın ve erkek gruplar arasında benzer kararlar için farklılık görülmesi beklenirken yalnızca modernizasyon yatırımı yapma kararlarından etkilenme bakımından farklılık bulunması araştırma için beklenmeyen bir sonuçtur.

3.5.17. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Yaş Değişkeni

Yönünden Değerlendirilmesi

H_0 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından alt, orta ve üst yaş grupları arasında farklılık yoktur.

H_1 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından alt, orta ve üst yaş grupları arasında farklılık vardır.

H_0 hipotezi bağımsız örneklem t-testi ile analiz edilmiştir. Tablo 18’de t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 18: Yaş Grupları Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Yaş Grupları	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Alt Yaş	33	2,79	,415
	Orta Yaş	57	2,84	,368
	Üst Yaş	48	2,75	,438
	Toplam	138	2,80	,404
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Alt Yaş	33	2,67	,479
	Orta Yaş	57	2,60	,495
	Üst Yaş	48	2,77	,425
	Toplam	138	2,67	,470
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Alt Yaş	33	1,24	,435
	Orta Yaş	57	1,32	,469
	Üst Yaş	48	1,29	,459
	Toplam	138	1,29	,455
Yatırımları Durdurma Kararı	Alt Yaş	33	1,24	,435
	Orta Yaş	57	1,30	,462
	Üst Yaş	48	1,27	,449
	Toplam	138	1,28	,448
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Alt Yaş	33	1,67	,595
	Orta Yaş	57	1,53	,504
	Üst Yaş	48	1,54	,617
	Toplam	138	1,57	,566
Tahvil Çıkarma Kararı	Alt Yaş	33	2,61	,496
	Orta Yaş	57	2,49	,504
	Üst Yaş	48	2,58	,498
	Toplam	138	2,55	,499
Otofinansman Kararı	Alt Yaş	33	2,70	,467
	Orta Yaş	57	2,68	,469
	Üst Yaş	48	2,56	,501
	Toplam	138	2,64	,480
Sermaye Artırma Kararı	Alt Yaş	33	2,55	,506

	Orta Yaş	57	2,61	,491
	Üst Yaş	48	2,67	,476
	Toplam	138	2,62	,488
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Alt Yaş	33	2,64	,489
	Orta Yaş	57	2,60	,495
	Üst Yaş	48	2,58	,498
	Toplam	138	2,60	,491
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Alt Yaş	33	2,70	,467
	Orta Yaş	57	2,54	,503
	Üst Yaş	48	2,73	,449
	Toplam	138	2,64	,480
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Alt Yaş	33	1,45	,506
	Orta Yaş	57	1,47	,504
	Üst Yaş	48	1,50	,546
	Toplam	138	1,48	,516
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Alt Yaş	33	2,67	,479
	Orta Yaş	57	2,70	,462
	Üst Yaş	48	2,60	,494
	Toplam	138	2,66	,476
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Alt Yaş	33	2,42	,502
	Orta Yaş	57	2,74	,444
	Üst Yaş	48	2,71	,459
	Toplam	138	2,65	,478
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Alt Yaş	33	2,61	,496
	Orta Yaş	57	2,54	,503
	Üst Yaş	48	2,67	,476
	Toplam	138	2,60	,491
Kar Dağıtmama Kararı	Alt Yaş	33	1,24	,435
	Orta Yaş	57	1,39	,491
	Üst Yaş	48	1,31	,468
	Toplam	138	1,33	,470

Burada yaş gruplarının ortalamalarının, 1 ve 1'e yakın oluşu finansal kararlardan olumsuz etkilenme durumunu, 2 ve 2'ye yakın oluşu, 3 ve 3'e yakın oluşu ise olumlu etkilenme durumunu göstermektedir.

H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; **banka kredileri ile finansman, tahvil çıkarma, bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme ve nakdi kar payı dağıtım** kararlarından etkilenme bakımından gruplar arasında farklılık tespit edilmiştir. Bu yorumun istatistiksel olarak anlamlılık düzeyine bakıldığında sadece nakdi kar payı dağıtım kararı için gruplar arası farklılığın anlamlı olduğu görülmüştür. Bu farklılığın anlamlılık düzeyi $p= 0,007<0,05$ olduğundan, H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu nakdi kar payı dağıtım kararından etkilenmesi bakımından alt, orta ve üst yaş grupları arasında farklılık vardır.

3.5.18. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Medeni Durum

Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi

H_0 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından evli ve bekar gruplar arasında farklılık yoktur.

H_1 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından evli ve bekar gruplar arasında farklılık vardır.

H_0 hipotezi t-testi ile analiz edilmiştir. Tablo 19'da t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 19: Medeni Durum Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Medeni Durum	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Bekar	36	2,83	,378
	Evli	102	2,78	,413
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Bekar	36	2,58	,500
	Evli	102	2,71	,458
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Bekar	36	1,33	,478

	Evli	102	1,27	,448
Yatırımları Durdurma Kararı	Bekar	36	1,33	,478
	Evli	102	1,25	,438
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Bekar	36	1,61	,599
	Evli	102	1,55	,556
Tahvil Çıkarma Kararı	Bekar	36	2,64	,487
	Evli	102	2,52	,502
Otofinansman Kararı	Bekar	36	2,78	,422
	Evli	102	2,60	,493
Sermaye Artırma Kararı	Bekar	36	2,50	,507
	Evli	102	2,66	,477
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Bekar	36	2,56	,504
	Evli	102	2,62	,488
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Bekar	36	2,78	,422
	Evli	102	2,60	,493
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Bekar	36	1,47	,560
	Evli	102	1,48	,502
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Bekar	36	2,75	,439
	Evli	102	2,63	,486
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Bekar	36	2,67	,478
	Evli	102	2,65	,480
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Bekar	36	2,58	,500
	Evli	102	2,61	,491
Kar Dağıtmama Kararı	Bekar	36	1,33	,478
	Evli	102	1,32	,470

Burada evli ve bekar grupların ortalamalarının, 1 ve 1'e yakın oluşu finansal kararlardan olumsuz etkilenme durumunu, 2 ve 2'ye yakın oluşu etkilenmeme, 3 ve 3'e yakın oluşu ise olumlu etkilenme durumunu göstermektedir.

H₀ hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenme bakımından evli ve bekar gruplar arasında anlamlı bir fark bulunmadığı gözlemlenmiştir. Sonuçların anlamlılığını test etmek üzere uygulanan bağımsız örneklem testinin sonuçları tablo 20'de gösterilmektedir.

Tablo 20: Bağımsız Örneklem Testi

		Varyansların Eşitliği Testi		Ortalamaların Eşitliği Testi		
		Sıklık	Anlamlılık	t Değeri	Serbestlik Derecesi	Serb. Der. (çift yönlü)
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	1,701	,194	,625	136	,533
	Eşit Olmayan Varyanslar			,653	66,665	,516
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Eşit Varyanslar	4,743	,031	-1,348	136	,180
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,292	57,054	,202
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Eşit Varyanslar	1,534	,218	,665	136	,507
	Eşit Olmayan Varyanslar			,645	58,171	,522
Yatırımları Durdurma Kararı	Eşit Varyanslar	2,723	,101	,902	136	,369
	Eşit Olmayan Varyanslar			,865	57,068	,391
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Eşit Varyanslar	,186	,667	,564	136	,573
	Eşit Olmayan Varyanslar					

	Eşit Olmayan Varyanslar			,545	57,703	,588
Tahvil Çıkarma Kararı	Eşit Varyanslar	7,608	,007	1,235	136	,219
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,253	63,092	,215
Otofinansman Kararı	Eşit Varyanslar	23,068	,000	1,950	136	,053
	Eşit Olmayan Varyanslar			2,101	71,141	,039
Sermaye Artırma Kararı	Eşit Varyanslar	3,873	,051	-1,668	136	,098
	Eşit Olmayan Varyanslar			-1,620	58,314	,111
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Eşit Varyanslar	1,160	,283	-,650	136	,517
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,641	59,770	,524
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Eşit Varyanslar	23,068	,000	1,950	136	,053
	Eşit Olmayan Varyanslar			2,101	71,141	,039
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Eşit Varyanslar	2,131	,147	-,081	136	,935
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,077	56,119	,939
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Eşit Varyanslar	9,569	,002	1,333	136	,185
	Eşit Olmayan Varyanslar			1,399	67,414	,166
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	,189	,665	,211	136	,833
	Eşit Olmayan Varyanslar			,211	61,658	,833

Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Eşit Varyanslar	,231	,631	-,256	136	,798
	Eşit Olmayan Varyanslar			-,254	60,414	,800
Kar Dağıtmama Kararı	Eşit Varyanslar	,045	,833	,107	136	,915
	Eşit Olmayan Varyanslar			,106	60,524	,916

Tablo 20’den de görüldüğü üzere, **otofinansman ve büyüme/birleşme kararlarından** etkilenme bakımından H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu ofofinansman ve büyüme/birleşme kararlarından etkilenmesi bakımından evli ve bekar gruplar arasında farklılık vardır.

Evli ve bekar gruplar arasında, ofofinansman kararından etkilenme bakımından olduğu gibi kar dağıtmama kararından etkilenme bakımından farklılık bulunmayışının nedeninin, yine yatırımcının bu iki kararı farklı algılaması ve değerlendirmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

3.5.19. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Eğitim Durumu Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi

H_0 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından gruplar arasında farklılık yoktur.

H_1 : Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından gruplar arasında farklılık vardır.

H_0 hipotezi anova testi ile analiz edilmiştir. Tablo 21’de t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 21: Eğitim Durumu Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Eğitim Durumu	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	Lise	16	2,94	,250
	Üniversite	99	2,77	,424
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,83	,388
	Toplam	138	2,80	,404
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	Lise	16	2,56	,512
	Üniversite	99	2,70	,462
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,65	,487
	Toplam	138	2,67	,470
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	Lise	16	1,50	,516
	Üniversite	99	1,23	,424
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	1,39	,499
	Toplam	138	1,29	,455
Yatırımları Durdurma Kararı	Lise	16	1,38	,500
	Üniversite	99	1,23	,424
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	1,39	,499
	Toplam	138	1,28	,448
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	Lise	16	1,63	,619
	Üniversite	99	1,60	,570
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	1,39	,499
	Toplam	138	1,57	,566
Tahvil Çıkarma Kararı	Lise	16	2,69	,479
	Üniversite	99	2,57	,498
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,39	,499

	Toplam	138	2,55	,499
Otofinansman Kararı	Lise	16	2,31	,479
	Üniversite	99	2,68	,470
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,74	,449
	Toplam	138	2,64	,480
Sermaye Artırma Kararı	Lise	16	2,56	,512
	Üniversite	99	2,62	,489
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,65	,487
	Toplam	138	2,62	,488
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	Lise	16	2,56	,512
	Üniversite	99	2,62	,489
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,57	,507
	Toplam	138	2,60	,491
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	Lise	16	2,75	,447
	Üniversite	99	2,63	,486
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,65	,487
	Toplam	138	2,64	,480
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	Lise	16	1,56	,512
	Üniversite	99	1,45	,520
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	1,52	,511
	Toplam	138	1,48	,516
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	Lise	16	2,69	,479
	Üniversite	99	2,68	,470
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,57	,507
	Toplam	138	2,66	,476
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Lise	16	2,50	,516
	Üniversite	99	2,63	,486

	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,87	,344
	Toplam	138	2,65	,478
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	Lise	16	2,69	,479
	Üniversite	99	2,61	,491
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	2,52	,511
	Toplam	138	2,60	,491
Kar Dağıtmama Kararı	Lise	16	1,50	,516
	Üniversite	99	1,31	,466
	Yüksek Lisans/ Doktora	23	1,26	,449
	Toplam	138	1,33	,470

Burada eğitim durumlarına göre oluşturulan grupların ortalamalarının, 1 ve 1'e yakın oluşu finansal kararlardan olumsuz etkilenme durumunu, 2 ve 2'ye yakın oluşu etkilenmeme, 3 ve 3'e yakın oluşu ise olumlu etkilenme durumunu göstermektedir.

H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; **banka kredileri ile finansman, tahvil çıkarma, otofinansman, bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme, nakdi kar payı dağıtma** kararlarından etkilenme bakımından gruplar arasında farklılık tespit edilmiştir. Bu yorumun istatistiksel olarak anlamlılık düzeyine bakıldığında sadece otofinansman kararı ile nakdi kar payı dağıtım kararı için gruplar arası farklılığın anlamlı olduğu görülmüştür (Tablo 22).

Tablo 22: Anlamlılık Testi

Bağımlı Değişken	(I) Eğitim durumu	(J) Eğitim durumu	Ort. Fark (I-J)	Std. Sapma	Anlamlılık	95% Güven Aralığı	
						Alt Sınır	Üst Sınır
Otofinansman Kararı	Lise	Üniversite	-,364(*)	,126	,012	-,66	-,07
		Yüksek Lisans/ Doktora	-,427(*)	,152	,016	-,79	-,07
	Üniversite	Lise	,364(*)	,126	,012	,07	,66
		Yüksek Lisans/ Doktora	-,062	,108	,833	-,32	,19
	Yüksek Lisans/ Doktora	Lise	,427(*)	,152	,016	,07	,79
		Üniversite	,062	,108	,833	-,19	,32
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	Lise	Üniversite	-,126	,127	,580	-,43	,17
		Yüksek Lisans/ Doktora	-,370(*)	,153	,044	-,73	-,01
	Üniversite	Lise	,126	,127	,580	-,17	,43
		Yüksek Lisans/ Doktora	-,243	,109	,069	-,50	,01
	Yüksek Lisans/ Doktora	Lise	,370(*)	,153	,044	,01	,73
		Üniversite	,243	,109	,069	-,01	,50

3.5.20. Yatırımcının Finansal Kararlardan Etkilenmesinin Yatırım Yapma Süresi Değişkeni Yönünden Değerlendirilmesi

H₀: Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından yatırım yapma sürelerine oluşturulan gruplar arasında farklılık yoktur.

H₁: Yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenmesi bakımından yatırım yapma sürelerine oluşturulan gruplar arasında farklılık vardır.

H₀ hipotezi anova testi ile analiz edilmiştir. Tablo 23'te t-testin sonuçları görülmektedir.

Tablo 23: Yatırım Yapma Süresi Bakımından Gruplar Arası Farklılık Testi

	Yatırım süresi	Sayı	Ort.	Std. Sapma
Genişleme Yatırımı Yapma Kararı	0-3	77	2,75	,434
	4-9	59	2,85	,363
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,80	,404
Modernizasyon Yatırımı Yapma Kararı	0-3	77	2,69	,466
	4-9	59	2,64	,483
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,67	,470
Yatırımların Olumsuz Sonuçlanması	0-3	77	1,25	,434
	4-9	59	1,36	,483
	10+	2	1,00	,000
	Toplam	138	1,29	,455
Yatırımları Durdurma Kararı	0-3	77	1,25	,434
	4-9	59	1,32	,471
	10+	2	1,00	,000

	Toplam	138	1,28	,448
Banka Kredileri İle Finansman Kararı	0-3	77	1,68	,595
	4-9	59	1,41	,495
	10+	2	2,00	,000
	Toplam	138	1,57	,566
Tahvil Çıkarma Kararı	0-3	77	2,58	,496
	4-9	59	2,51	,504
	10+	2	2,50	,707
	Toplam	138	2,55	,499
Otofinansman Kararı	0-3	77	2,68	,471
	4-9	59	2,61	,492
	10+	2	2,50	,707
	Toplam	138	2,64	,480
Sermaye Artırma Kararı	0-3	77	2,58	,496
	4-9	59	2,64	,483
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,62	,488
Dış Piyasalardan Borçlanma Kararı	0-3	77	2,55	,501
	4-9	59	2,66	,477
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,60	,491
Büyüme Ya Da Birleşme Kararı	0-3	77	2,66	,476
	4-9	59	2,61	,492
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,64	,480
Bazı Faaliyetleri Durdurma Ve Küçülme Kararı	0-3	77	1,55	,527
	4-9	59	1,37	,488
	10+	2	2,00	,000
	Toplam	138	1,48	,516
Yabancı Şirketlerle Ortaklık Kurma Kararı	0-3	77	2,69	,466
	4-9	59	2,64	,483
	10+	2	2,00	,000
	Toplam	138	2,66	,476
Nakdi Kar Payı Dağıtım Kararı	0-3	77	2,58	,496
	4-9	59	2,73	,448
	10+	2	3,00	,000

	Toplam	138	2,65	,478
Hisse Senedi İle Kar Payı Dağıtım Kararı	0-3	77	2,62	,488
	4-9	59	2,56	,501
	10+	2	3,00	,000
	Toplam	138	2,60	,491
Kar Dağıtmama Kararı	0-3	77	1,30	,461
	4-9	59	1,37	,488
	10+	2	1,00	,000
	Toplam	138	1,33	,470

Burada yatırım yapma sürelerine göre oluşturulan grupların ortalamalarının, 1 ve 1'e yakın oluşu finansal kararlardan olumsuz etkilenme durumunu, 2 ve 2'ye yakın oluşu etkilenmeme, 3 ve 3'e yakın oluşu ise olumlu etkilenme durumunu göstermektedir.

Tablo 23'ten de görüleceği üzere işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan etkilenme bakımından yatırım yapma sürelerine göre gruplar arasında banka kredisi ile finansman, bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme, yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararları bakımından farklılık gözlemlenmiştir.

H_0 hipotezi %95 güven aralığında test edildiğinde; yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu **banka kredisi ile finansman** kararından etkilenmesi bakımından 0-3 yıl arası yatırım yapan ve 4-9 yıl arası yatırım yapan gruplar arasında farklılık tespit edilmiştir. Bu farklılığın anlamlılık düzeyi $p=0,016<0,05$ olduğundan, H_0 red koşulu sağlanmıştır. H_1 desteklenmiştir ve yatırımcının yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu banka kredileri ile finansman kararından etkilenmesi bakımından yatırım yapma sürelerine oluşturulan gruplar arasında farklılık vardır.

SONUÇ

Yirminci yüzyıla kadar genel olarak ekonomi ve finasta psikoloji yaklaşımı reddedilmiş, yapılan bilimsel çalışmalarda insan doğasının homo-economicus olduğu varsayımına dayanan neoklasik yaklaşım kabul görmüştür. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, bu yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiş ve dikkate alınmamıştır.

Davranışsal finansın önem kazanması, 1980'li yıllardan itibaren, özellikle, Etkin Piyasalar Hipotezi ve geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerinin ortaya çıkması ve bu kuramların yeterli olmadığına anlaşılması ile başlamıştır. Hisse senedi piyasasındaki yatırımcı davranışları, ilk olarak Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Kuramı ile ortaya konmuş; sonrasında psikolojik önyargılar, zihinsel muhasebe, yatırımcı duyarlılığı ve sürü psikolojisine yönelik araştırmalar ile geliştirilmiştir.

Davranışsal Finans Kuramı'na temel olan Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Kuramı ile ilgili çalışmaları yanında, hevristikler ve bilişsel önyargılara dayalı yapılan çalışmalar da, temelde bilişsel noksanlıkların irdelenmesine dayanmaktadır. Bununla birlikte, psikolojik önyargıların bireylerin kararlarını etkileyerek irrasyonel davranışlar göstermelerine neden olduğu ileri sürülmüştür.

Bu çalışmanın amacı son yıllarda önem kazanan ve yeni çalışmalara konu olan davranışsal finans yaklaşımı hakkında akademik anlamda ampirik bir çalışma yaparak ülkemizde hisse senedi piyasasında yatırım yapan bireysel yatırımcılarda gözlemlenebilirliğini incelemektir. Bu anlamda işletmelerin varlıklarını sürdürmek, rekabet güçlerini artırmak, faaliyetlerini genişletmek ve değerini artırmak üzere almış olduğu finansal kararlarının yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin davranışsal finans açısından incelenmesi ve değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada anket yöntemi uygulanırken, ülkemiz hisse senetleri piyasası

yatırımcılarının profiline ve davranışsal finans kapsamında genel eğilimlerine dair bilgiler verilerek gelecekte yapılacak çalışmalara katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Davranışsal finans kapsamında araştırmada sorguladığımız bireysel yatırımcıların, işletmelerin almış olduğu finansal kararlar karşısında genel olarak göstermiş oldukları ortak eğilimleri ve karşılaştırmalı değerlendirmeleri şu şekilde özetlemek mümkündür:

1. Diğer tüm koşulların değişmediği varsayımı altında yatırımcıların genel olarak ‘işletmelerin almış olduğu’;

- Genişleme yatırımı yapma,
- Modernizasyon yatırımı yapma,
- Tahvil çıkarma,
- Otofinansman,
- Sermaye artırma,
- Dış piyasalardan borçlanma,
- Büyüme ve birleşme,
- Yabancı şirketlerle ortaklık kurma,
- Nakdi kar payı dağıtma,
- Hisse senedi ile kar payı dağıtma,

kararlarından olumlu yönde;

- Yatırımları durdurma,
- Bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme,
- Kar dağıtmama,

kararlarından olumsuz yönde etkilendiği;

- Banka kredileri ile finansman kararının ise yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etkisinin bulunmadığı saptanmıştır.

İşletmelerin kar dağıtmama buna benzer şekilde gelecekte işletmenin sürekliliğini tehlikeye atacak kararlar alması durumunda yatırımcıların olumsuz yönde etkilendikleri, buna karşın dış piyasalardan borçlanma ve tahvil çıkarma yoluyla borçlanmaya gitme seçeneklerini tercih etmeleri durumunda ise yatırımcıların olumsuz yönde değil, beklenenin aksine olumlu yönde etkilendikleri görülmüştür. Bu noktada yatırımcıların yabancı kaynaklarla finansmanının vergi avantajı nedeniyle işletmenin sermaye maliyetini düşürdüğünü, bu nedenle de olumlu yönde etkilendikleri sonucuna varılabilecektir. Diğer karar noktaları değerlendirildiğinde ise otofinansman kararı dışında beklenen sonuçların ortaya konduğunu söylemek mümkündür.

2. Yatırımcıların yatırım kararlarında, işletmelerin almış olduğu finansal kararlardan genişleme yatırımı yapma, tahvil çıkarma, otofinansman, sermaye artırma, dış piyasalardan borçlanma, bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme, yatırımları durdurma, yabancı şirketlerle ortaklık kurma, nakdi kar payı dağıtma, hisse senedi ile kar payı dağıtma ve kar payı dağıtmama kararlarından etkilenmeleri istatistiksel olarak anlamlı iken, büyüme ya da birleşme, modernizasyon yatırımı yapma ve banka kredileri ile finansman kararlarından etkilenmeleri ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.
3. Yatırımcılar yatırım kararlarında genel olarak aşırı iyimserlik, hataları yanlış değerlendirme, kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma, demirleme, tutuculuk, zihinsel muhasebe, kumarıcı tuzağı, sürü psikolojisi, aşına olanı tercih etme ve belirsizlikten kaçınma eğilimi göstermektedirler.
4. Hisse senedini piyasasını yakından takip eden yatırımcılar, işletmelerin yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararından olumlu yönde etkilenirken, yakından takip etmeyen yatırımcılar bu karardan etkilenmemektedirler. Bu sonuç da, yatırımcının bilgi düzeyinin yatırım kararlarında rasyonel davranmalarında etkili olduğunu göstermektedir.

5. Orta ve üst yaş grubunu oluşturan yatırımcılar işletmelerin nakdi kar payı dağıtım kararından olumlu yönde etkilenirken, alt yaş grubunu oluşturan yatırımcılar bu karardan etkilenmemektedirler.

6. Evli yatırımcılar işletmelerin almış olduğu otofinansman ve büyüme/birleşme kararlarından olumlu yönde etkilenirken, bekar yatırımcılar etkilenmemektedirler.

7. Lise mezunu olan yatırımcılar işletmelerin almış olduğu otofinansman kararından etkilenmezken, üniversite ve yüksek lisans/doktora mezunu yatırımcılar bu karardan olumlu yönde etkilenmektedirler.

Benzer şekilde lise mezunu olan yatırımcılar işletmelerin almış olduğu nakdi kar payı dağıtım kararından etkilenmezken, üniversite ve yüksek lisans/doktora mezunu yatırımcılar bu karardan olumlu yönde etkilenmektedirler.

8. 0-3 yıl arası ve 10 yıldan fazla yatırım yapan yatırımcılar işletmelerin almış olduğu banka kredisi ile finansman kararından olumlu yönde etkilenirken, 4-9 yıl arası yatırım yapan yatırımcılar bu karardan etkilenmemektedirler.

0-3 yıl arası ve 10 yıldan fazla yatırım yapan yatırımcılar işletmelerin almış olduğu bazı faaliyetleri durdurma ve küçülme kararından etkilenmemekteyken, 4-9 yıl arası yatırım yapan yatırımcılar bu karardan olumsuz yönde etkilenmektedirler.

0-3 yıl arası ve 4-9 yıl arası yatırım yapan yatırımcılar işletmelerin almış olduğu yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararından olumlu yönde etkilenirken, 10 yıldan fazla yatırım yapan yatırımcılar bu karardan etkilenmemektedirler.

Çalışma sonucunda, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını verirken piyasa faiz oranları, döviz kurlarındaki dalgalanmalar, siyasi dalgalanmalar gibi makro düzeyde etkili olan faktörler ile sektörün durumu, şirketlerin finansal performansı

gibi mikro düzeyde etkili olan faktörlerden etkilendikleri görülmüştür. Bununla birlikte yatırımcılar yatırım kararlarında, hisse senetlerine yatırım yaptıkları/yapacakları şirketlerin almış olduğu finansal kararlardan da etkilenmekte ve bu kararları göz önünde bulundurmaktadırlar.

İşletmelerin finansal performansını olumlu yönde etkileyebilecek kararların genel olarak yatırımcıları da olumlu yönde etkilediği, kötü performansa işaret eden kararların ise olumsuz yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Çalışma sonucunda, beklenenin aksine, işletmelerin almış olduğu tahvil çıkarma ve otofinansman kararlarının yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin olumlu yönde olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca yatırımcıların kar dağıtmama kararından olumsuz yönde etkilenirken, otofinansman kararlarından olumlu yönde etkilenmelerinin, bu iki kararın birbirinden farklı olarak düşünülmesinden ve değerlendirilmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Yatırımcılar açısından işletmelerin almış olduğu finansal kararların önemi göz önüne alındığında, işletmelerin bu kararları alırken oldukça dikkatli davranmaları ve seçenekleri en iyi şekilde değerlendirerek en uygun seçimi yapmaları gerekmektedir. Almış oldukları kararlarla faaliyetlerini sürdürmeyi, genişletmeyi, piyasada kendisine yer edinmeyi, karını ve karlılığını artırmayı hedefleyen işletmeler aynı şekilde işletmenin cari piyasa değerini korumak ve artırmak durumunda olduklarını da göz önünde bulundurmalıdırlar.

Araştırma sonuçlarının da işaret ettiği gibi bireysel yatırımcıların davranışları makro ve mikro düzeydeki faktörlerin yanı sıra psikolojik ön yargılardan da etkilenmektedir. Benzer araştırmalarda da gözlemlendiği gibi birçok yatırımcı yatırım kararlarında duygusal, bilişsel ve sosyal ön yargıların etkisiyle hareket etmekte ve geleneksel yaklaşımın varsayımlarının aksine sistematik hatalar yapmaktadır.

Yatırımcı davranışları üzerine yapılan diğer çalışmaların sonuçlarına paralel olarak yatırımcılar, piyasa hakkında oldukça iyi bilgiye sahip olma, işlemlerinin

olumlu sonuçlarını kendi başarılarının sonucu görme, önceden edindikleri bilgilere dayanarak hareket etme, olumlu beklentiler içerisinde iken yalnızca olumlu yöndeki bilgileri dikkate alma, diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket etme gibi ön yargıların etkisinde karar almaktadırlar. Bu önyargılar yatırımcıların rasyonel davranmasını engellemekte ve yatırım kararlarında sistematik hatalar yapılmasına neden olmaktadır.

Çalışma ile hisse senedi piyasasındaki yatırımcı profili ve yatırımcıların piyasada ortaya çıkan olaylara çeşitli etmenlerin etkisi ile bakış açılarının yatırım kararlarına etkisi İzmir örneği ile incelenmiştir. Sonuçlar davranışsal finans kuramları ile pek çok noktada tutarlı olarak, hisse senedi piyasasında yatırım yapan yatırımcıların kararlarını yatırımcı psikolojisinin yönlendirdiği kuramını doğruladığı görüşüne varılmıştır.

KAYNAKLAR

Kitaplar

Abaan, D.E. (1998). *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları.

Ailen, D.E. ve Veronica S.R. (1996). *Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence*, Applied Financial Economics.

Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Aksoy, A. (1990). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Aksulu, İ. (1993). *Tüketicinin Sosyo-Ekonomik ve Demografik Özellikleri ve Marka Seçimi Davranışları Üzerindeki Etkileri*. İzmir: İlkem Ofset.

Aşıkoğlu, R. (1996). *Yatırım ve Proje Değerlemesi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Aydın, N., Ceylan, A., Başar, M., Coşkun, M. Ve Balkır, H. (2008). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Berk, N. (2000). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Bolak, M. (1998). *İşletme Finansı*. İstanbul: Birsen Yayınevi.

Braley, R.A., Myers, S.C. ve Marcus, A.J. (1995). *Fundamentals of Corporate Finance*, USA: McGraw-Hill.

Brigham, E.F. (1995). *Fundamentals of Financial Management*. USA: International Edition.

Brigham, E.F. ve Ehrhardt, M.C. (2005). *Financial Management Theory and Practice*. USA: South-Western.

Ceylan, A., Korkmaz, T. (2000). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi "İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma"*. İstanbul: Değişim Yayınları.

Fabozzi, F.J. ve Peterson, P.P. (2002). *Capital Budgeting: Theory and Practice*. USA: John Wiley & Sons Inc.

İMKB, (2000). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*.

Karan, M.B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Karyağdı, N. ve Karyağdı, M. (2001). *Sermaye Şirketlerinde Kar Dağıtımı*. Ankara: Türmob Yayınları.

Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Larson, K.L. (1990). *Fundamental Accounting Principles*. Boston: Richard D. Irwin Inc.

Nofsinger, J.R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About It*. New Jersey: Pearson Education.

Nofsinger, J.R. (2002). *The Psychology of Investing*. New Jersey: Pearson Education.

Nofsinger, J.R. (2005). *The Psychology of Investing*. Pearson Education.

Okka, O. (2006). *Finansal Yönetime Giriş*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim, Teori ve Çözümlü Problemler*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Öçal, T. ve Çolak, Ö.F. (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Örten, R. (2001). *Kurumlarda Kar Dağıtımı ve Muhasebe Uygulamaları*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Pamukçu, B. (1989). *İşletme Finans*. İstanbul: Der Yayınları.

Poyraz, E. (2008). *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*. Muğla: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Rodoplu, G. (2001). *Para ve Sermaye Piyasaları*. Isparta: Tuğra Ofset.

Ross, S.A., Randolph, R.W. ve Jordan, B.D. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance*. USA: McGraw-Hill Irwin.

Sariaslan, H. ve Erol, Cengiz. (2008). *Finansal Yönetim, Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

Seitz, N. ve Ellison, M. (1999). *Capital Budgeting and Long-Term Financing Decisions*. USA: Harcourt Brace College Publishers.

Seitz, N. ve Ellison, M. (2005). *Capital Budgeting and Long-Term Financing Decisions*. USA: South-Western, Thomson.

Shapiro, A.C. (2005). *Capital Budgeting and Investment Analysis*. USA: Pearson, Prentice Hall.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.

Tatlıdil, R. ve Oktav, M. (1992). *Pazarlama Yönetimi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.

Tufan, E. (2006). *Davranışsal Finans*. Ankara: Orion Yayınevi.

Tükenmez, M. ve Diğerleri. (1999). *Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğine Göre Finansal Yönetim*. İzmir: Vizyon Yayınları.

Türko, R. M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Basın Yayın Dağıtım.

Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ünal, O.K. (1997). *Aracı Kurumlar-Türk ve Amerika Birleşik Devletlerinde Aracı Kurumlar*. Ankara: Yaklaşım Yayınları.

Yılmaz, Z. (1990). *Yatırım Projeleri Analizi ve Yönetimi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayınları.

Makale ve Çalışma Notları

Akgün, A.İ. (1996). Enflasyonun Finansal Yönetim Üzerine Etkisi. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*. 6(1):263-271.

Bailey, R.E. (2002). Economics of Financial Markets. Lecture Notes. *Department of Economics University of Essex, U.K.*

Barber, M.B. ve Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*. 116(1):261-292.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. ve Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *The Journal of Political Economy*. 100(5):992-1026.

Bilgen, B. (1990). Sahip Olunca Mutluyuz. *Para Dergisi*.

Bostancı, F. (2003). Davranışçı Finans. *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü*.

Bostancı, F. (2004). Davranışçı Finans. Yeterlilik Etüdü Çalışması. *SPK Yayınları*.

Canbaş, S. ve Kandır, Y.S. (2007). Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 22(2):219-248.

Çinko, M. (2006). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksinin Doğrusallık Testi. *İstanbul Üniversitesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi*. (3):23-31.

Daniel, K., David, H. and Teoh, S. H. (2001). Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications. *Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester*.

Döm, S. (2004). Yatırımcı Psikolojisi. 8. *Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı* (ss.120-136). Düzenleyen İstanbul Teknik Üniversitesi. 27-28 Ekim 2004.

Erdoğan, O. (1996). Comparable Approach to “The Theory of Efficient Markets” A Modified Capital Asset Pricing Models For Maritime Firms”. *SPK Yayınları*.

Fuller, R. J. (1998). Behavioral Finance and Sources of Alpha. *Journal of Pension Investing*. 2(3).

Goldenberg, H.D. (2004). Book Review: Beyond Greed and Fear. *Journal of Socio-Economics*. 33(1).

Gümüőođlu, Ő. (2008). Rekabet Ortamında Karar Verme Süreçlerinde Oyun ve Fayda Kuramı İliőikleri ve Etkileşimi. *Review of Social, Economic & Business Studies*, 9-10:287-308.

İTO, (1990). Fizibilite Raporlarının Hazırlanması ve Değerlendirilmesi. *İTO Yayınları*.

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

Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*. 47(2):263-292.

Kahneman, D. ve Tversky, A. (1986). Rational Choice and The Framing of Decisions. *Journal of Business*. 59(4). Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory. ss. S251-S278.

Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*. 93(5):1449-1475.

Kocaman, B. (1995). Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İMKB’de Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler. *İMKB Araştırma Yayınları*. 5.

Koruyan, A. (1996). Sermaye Piyasasında Kurumsallaőma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Őekillenmesi Üzerine Etkisi. *SPK Yayınları*. 54.

Ricciardi, V.K. ve Simon, H. (2000). What Is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal*. 2(2):1-9.

Ritter, R.J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific- Basin Finance Journal*. 11(4):429-437.

Thaler, R.H. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science* 4(3):199-214.

Thaler R.H., Tversky A., Kahneman D. ve Schwartz, A. (1997). The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *Quarterly Journal of Economics* 112(2): 647-661.

The Royal Swedish Academy of Sciences. (2002). Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith. *Advanced information on the Prize in Economic Sciences*.

(http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/ecoadv02.pdf)

Usul, H., Bekçi, İ. ve Eroğlu, A.H. (2002). Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19: 135-150.

Ülkü, N. (2001). Finasta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5(17):101-132.

Tezler

Armağan, S. (2007). *Kar Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama*. Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Ergün, M.E. (2008). *Sermaye Bütçelemesi ve Türk Sanayi İşletmelerinde Uygulaması* Yüksek Lisans Tezi. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ertan, Y. (2007). *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi’nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Köroğlu, D. (1992). *Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler ve Temettü Dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Uşul, H. (2000). *İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararlarına Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İnternet Kaynakları

Barak, O. ve Demireli, E., *İMKB’de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi*. Ekonomi Portalı, <http://www.ekonomiportali.com/pdf/davfin1.pdf> (10.06.2009).

Barberies, N. ve Thaler, R. A. *Survey of Behavioral Finance*
<http://www.nber.org/papers/w9222> (21.10.2009).

Montier, J. *Global Equity Strategy: Tables of Types of Errors to Which We Are Prone*.

http://www.performancetrading.it/documents/jmglobal/jmg_table-error.htm
(10.03.2009).

Phung, A. Investopedia,

http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral6.asp
(18.02.2009).

Yazıcı, B. (03.01.2003).

Kahneman Türkiye’de. <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/030103.htm>
(01.03.2009).

EKLER

EK 1

BİREYSEL YATIRIMCI ANKETİ

Sayın Katılımcı;

Bu çalışma Prof. Dr. Berna TANER'in danışmanlığında yürütülmekte olup, işletmelerde alınan finansal kararların bireysel yatırımcı davranışları üzerindeki etkilerinin incelenmesi amacıyla gerçekleştirilmektedir. Çalışmadan elde edilecek bulgular akademik amaçlı kullanılacaktır. Katılımınız için teşekkür ederim.

Arş. Gör. Mengü Hafize Özan

BİRİNCİ BÖLÜM

1. Hisse senedi piyasasını yakından takip ettiğinizi düşünüyor musunuz?

() Evet () Hayır

2. Aşağıdaki yatırım araçlarından hangisi / hangilerine yatırım yapıyorsunuz?

() Hisse Senedi () Mevduat () A tipi yatırım fonu () Döviz

() Forex () B tipi yatırım fonu () Hazine Bonosu () Altın

3. Hisse senedine yatırım yapıyor iseniz, kaç yıldır hisse senedi yatırımı yapıyorsunuz?

() 1 yıldan az () 1-3 yıl arası () 4-6 yıl arası () 7-9 yıl arası () 10 yıldan fazla

4. Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkta gözden geçirirsiniz?

() Her gün () Birkaç günde bir () Haftada bir () Ayda bir kez

() Birkaç ayda bir () Belirli bir periyodu yok

5. Hisse senedi yatırımlarınızı yönlendiren temel bilgi kaynaklarınız nelerdir?
(Birden fazla seçim yapılabilir.)

- Yatırım yapan arkadaşlarımla tavsiyeleri Aracı kurumlar
 Süreli yayınlar(gazete ve ekonomi dergileri v.s) TV kanalları
 Diğer (Lütfen belirtiniz.....)

6. Hisse senedi yatırımı yaparken aşağıdaki makro düzeyde etkili olan faktörlerin sizin için önem düzeyi nedir?
(1 en önemli olmak üzere 1'den 5'e kadar sıralayınız.)

- Siyasi dalgalanmalar
 Beklenen enflasyon oranı
 Döviz kurlarındaki dalgalanmalar
 Piyasa faiz oranları
 Reel ekonomide beklenen büyüme oranları

7. Hisse senedine yatırım yaparken aşağıdaki mikro düzeyde etkili olan faktörlerin sizin için önem düzeyi nedir?
(1 en önemli olmak üzere 1'den 5'e kadar sıralayınız.)

- Sektörün durumu
 Şirketin mali performansı
 Şirketlerle ilgili haberler
 Diğer yatırımcıların tutum ve davranışları
 Kişisel sezgilerim

İKİNCİ BÖLÜM

Aşağıdaki ifadelerin yatırım kararlarınızı ne yönde etkilediğini ilgili kutuyu işaretleyerek (X) belirtiniz.

Diğer tüm koşulların değişmediği varsayımı altında, hisse senedi yatırım kararlarınızda bir şirketin;

	Yatırım kararlarımı olumsuz yönde etkiler.	Yatırım kararlarımı etkilemez.	Yatırım kararlarımı olumlu yönde etkiler.
Üretimi artırmak amacıyla genişleme yatırımı yapma kararı			
Maliyet tasarrufu amacıyla modernizasyon yatırımı yapma kararı			
Yapmış olduğu yatırımın olumsuz sonuçlanması			
Yapmakta olduğu yatırımları durdurma kararı			
Faaliyetlerini finanse etmek için sıklıkla banka kredilerinden yararlanması			
Yatırımlarını finanse etmek için tahvil çıkarma kararı			
Uzun vadeli yatırımlarını otofinansman			

yolu ile finanse etme kararı			
Sermaye artırma kararı			
Dış piyasalardan borçlanma kararı			
Büyüme ya da birleşme kararı			
Bazı faaliyetlerini durdurma ve küçülme kararı			
Yabancı şirketlerle ortaklık kurma kararı			
Nakdi kar payı dağıtım kararı			
Hisse senedi ile kar payı dağıtım kararı			
Kar dağıtmama kararı			

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Aşağıda verilen ifadeleri, ilgili kutuyu (X) işaretleyerek, değerlendiriniz.

	Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
Menkul kıymetler piyasası hakkında bir tasarruf sahibi olarak oldukça iyi bilgiye sahibim.					
Hisse senedi fiyatlarındaki yükselişin bir süre devam edeceğini düşünürüm.					
Piyasada yaptığım işlemlerin olumlu sonuçlarının kendi başarımın, olumsuz sonuçların kötü şansın sonucu olduğunu düşünürüm.					
% 100 ihtimalle 3000 TL kayıp ve % 80 ihtimalle 4000 TL kayıp söz konusu olduğunda ilk seçeneği tercih ederim.					
Kazandıran hisse senetlerini satıp, kaybettiren hisse senetlerini portföyde tutmaya devam ederim.					
Bir hisse senedi geçen iki yıl içinde ortalamanın üzerinde getiri sağlamışsa, sadece bu gözlemime dayanarak hisse senedinin bir sonraki yıl da ortalamanın üstünde bir performans göstereceğine inanırım.					
Aniden yüksek kar elde ettiğini ilan eden bir şirketin hisse senetlerine şirketin geçmişteki kar performansının düşük oluşu nedeniyle kazançtaki değişimin geçici olduğunu düşünürüm ve bu hisse senetleri ile ilgilenmem.					

Kazanç beklentisi ile bir hisse senedi satın aldığımında, ortaya çıkan haber ya da finansal gelişmelerden yükselişi destekleyecek nitelikteki verileri daha fazla dikkate alırım.					
Portföyüme yeni bir hisse senedi almak istediğimde, alacağım hisse senedinin, portföyün risk düzeyini nasıl etkileyeceğini düşünmem.					
Elimdeki hisse senetleri birkaç seans değer kazandığında bu artışın devam etmeyeceği düşüncesiyle onları hemen realize ederim.					
Piyasadaki diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket ederim.					
Kendi çalıştığım şirketin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ederim.					
% 100 ihtimalle 3000 TL kazanç ve % 80 ihtimalle 4000 TL kazanç söz konusu olduğunda ilk seçeneği tercih ederim.					

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

I. Cinsiyetiniz? () Kadın () Erkek

II. Yaşınız?

III. Medeni durumunuz? () Evli () Bekar

IV. Eğitim durumunuz?

() Okur/yazar () İlköğretim() Lise() Üniversite() Yüksek Lisans / Doktora

V. Meslek grubunuz?

() Özel sektörde çalışan

() Kamu sektöründe çalışan

() Uzmanlık gerektiren meslekler (Konusunda yüksek öğrenim okumuş doktor, mühendis, avukat, öğretim üyesi)

() Küçük/orta ölçekli ticaret serbest meslek (Alım-satım, bakkal, esnaf)

() Büyük ölçekli ticaret (ithalat-ihracat, fabrika sahipleri)

- () Üst düzey yönetici (Özel sektör ve kamu sektörü)
- () Emekli (Herhangi bir işte çalışmayıp, emekli maaşı ile geçinen)
- () Ev kadını
- () Öğrenci
- () İşsiz fakat gelir sahibi (Bir işte çalışmayıp, iş aramayan, kira-faiz benzeri gelirlerle geçinen kişiler)
- () İşsiz (Herhangi bir işte çalışmayıp, iş arayan kişiler)
- () Sporcu, sanatçı
- () Tarım-hayvancılıkla uğraşanlar ve çiftçilik yapanlar