

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

PAZARLAMA PROGRAMI

**FİNANSAL YATIRIM KARARLARINDA BORSA MARKASININ ROLÜ:
TÜRKİYE-İRLANDA PAY PİYASALARI KARŞILAŞTIRMASI**

DOKTORA TEZİ

Betül ÇAL

MAYIS – 2016

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

PAZARLAMA PROGRAMI

**FİNANSAL YATIRIM KARARLARINDA BORSA MARKASININ ROLÜ:
TÜRKİYE-İRLANDA PAY PİYASALARI KARŞILAŞTIRMASI**

DOKTORA TEZİ

Betül ÇAL

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hüseyin Sabri KURTULDU

MAYIS - 2016

TRABZON

ONAY

Betül ÇAL tarafından hazırlanan “Finansal Yatırım Kararlarında Borsa Markasının Rolü: Türkiye–İrlanda Pay Piyasaları Karşılaştırması” adlı bu çalışma 27/05/2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Hüseyin Sabri KURTULDU (Başkan)

Prof. Dr. Uğur GÜLLÜLÜ

Doç. Dr. Hasan AYYILDIZ

Doç. Dr. Tuba YAKICI AYAN

Doç. Dr. Ekrem CENGİZ

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylım. ... / ... /

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Betül ÇAL

29.04.2016

ÖNSÖZ

Çalışmanın amacı, yazında sıklıkla finansal perspektiften ele alınan yatırım kararları üzerinde marka değişkenlerinin rolünü belirlemektir. Ülke borsaları, birer marka olarak değerlendirilmiş, bu markalara karşı tüketici/yatırımcı nezdinde oluşan marka kişiliği ve marka değeri algılarının, yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Değişkenler arası ilişkiler, finansal kararlarda önemli etkisi olduğu düşünülen algılanan riskin aracı etkisi kapsamında değerlendirilmiş, test edilen yapısal model geliştirmekte olan Türkiye Pay Piyasası ve gelişmiş İrlanda Pay Piyasası'na uygulanmış ve sonuçlar karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Çalışma süresince, yardımını esirgemeyen değerli danışman hocam Prof. Dr. Hüseyin Sabri Kurtuldu'ya; çalışmaya inanan, her türlü desteği sağlayan hocam, University College Dublin, Pazarlama Bölüm Başkanı Prof. Mary Lambkin-Coyle'e; doktora çalışmaya değerli önerileri ile destek veren Doç. Dr. Hasan Ayyıldız, Doç. Dr. Tuba Yakıcı Ayan, Doç. Dr. Fazıl Kırkbir ve Doç. Dr. Hatice Dilara Keskin'e; İrlanda'da bulunduğum süre boyunca, çalışmanın gerek teorik gerekse uygulama bölümlerine önemli katkıları olan Dr. Marius Claudy'ye, akademik deneyimlerini paylaştığı ve hep destek olan Dr. Andrew Keating'e; çalışmanın özellikle uygulama kısmına katkısı büyük olan Montclair State University öğretim üyesi Doç. Dr. Devon Johnson'a; İrlanda'da bulunan University College Dublin'de 1 yıl boyunca misafir araştırmacı olarak tarafıma Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Burs Programı (2214-A) sağlayan, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırmalar Kurumu'na (TÜBİTAK); bu bursun yararlanmam konusunda önemli desteklerini gördüğüm ve halen Araştırma Görevlisi olarak çalışmakta olduğum Giresun Üniversitesi'nde görevli akademik ve idari personele; her zaman, her koşulda bir arada olduğumuz sevgili ailelerime içten teşekkürlerimi sunarım.

Trabzon Nisan, 2016

Betül ÇAL

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	XIII
ABSTRACT	XIV
TABLOLAR LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XV
GRAFİKLER LİSTESİ	XIX
KISALTMALAR LİSTESİ	XX
GİRİŞ.....	1-5

BİRİNCİ BÖLÜM

1. YATIRIM VE YATIRIMCI DAVRANIŞI	6-58
1.1. Yatırım	6
1.1.1. Yatırım Çeşitleri	8
1.1.1.1. Ekonomik Yatırım	8
1.1.1.2. Tüketici Yatırımı.....	8
1.1.1.3. Finansal Yatırım	9
1.2. Yatırımcı Çeşitleri	10
1.3. İnsan Doğasına Yönelik Yaklaşımlar	15
1.3.1. Homo Economicus	15
1.3.2. Homo Heuristicus.....	15
1.3.3. Homo Duplex	16
1.4. Temel Karar Verme Modelleri	17
1.4.1. Olgusal Modele Göre Satın Alma	17
1.4.2. Mantıksal Modele Göre Satın Alma.....	20
1.4.3. Kuramsal Modele Göre Satın Alma	21

1.4.3.1. Nicosia Modeli.....	22
1.4.3.2. Engel, Kollat, Blackwell Modeli	23
1.4.3.3. Andreasan Modeli.....	24
1.4.3.4. Howard-Sheth Modeli.....	25
1.5. Risk Durumlarında Karar Verme.....	30
1.5.1. Beklenen Fayda Teorisi (Expected Utility Theory)	31
1.5.2. Beklenti Teorisi (Prospect Theory)	32
1.6. Yatırım Yapma Davranışını Etkileyen Faktörler.....	33
1.6.1. Yatırımcı ile ilgili Faktörler	36
1.6.1.1. Kişisel Faktörler.....	36
1.6.1.1.1. Tasarruf Sahibinin Bilgisi ve Zamanı.....	36
1.6.1.1.2. Tasarruf Sahibinin Yaşı ve Sağlık Durumu.....	36
1.6.1.1.3. Tasarruf Sahibinin Beklentisi	37
1.6.1.1.4. Tasarruf Sahibinin Geliri ve Yaşam Biçimi	38
1.6.1.2. Demografik Faktörler	38
1.6.1.2.1. Cinsiyet.....	38
1.6.1.2.2. Yaş	39
1.6.1.2.3. Medeni Durum ve Çocuk Sayısı.....	39
1.6.1.2.4. Gelir Düzeyi ve Net Mal Varlığı	40
1.6.1.2.5. Eğitim Düzeyi.....	40
1.6.1.2.6. Finansal Bilgi Seviyesi	40
1.6.1.2.7. Meslek	41
1.6.1.3. Bilişsel Faktörler (Cognitive Bias)	41
1.6.1.3.1. Aşırı Güven (Overconfidence Bias)	41
1.6.1.3.2. Temsiliyet (Representativeness Bias).....	42
1.6.1.3.3. Bağlama ve Uyarılma (Anchoring and Adjustment Bias).....	42
1.6.1.3.4. Bilişsel Uyumsuzluk (Cognitive Dissonance Bias).....	43
1.6.1.3.5. Mevcudiyet (Availability Bias)	44
1.6.1.3.6. Kendine Atfetme (Self-Attribution Bias)	45
1.6.1.3.7. Kontrol Yanılsaması (Illusion of Control Bias)	45
1.6.1.3.8. Muhafazakârlık (Conservatism Bias)	45
1.6.1.3.9. Belirsizlikten Kaçınma (Ambiguity Aversion Bias)	46

1.6.1.3.10. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting Bias).....	46
1.6.1.3.11. Doğrulama (Confirmation Bias).....	47
1.6.1.3.12. Geçmişe Bakış (Hindsight Bias).....	47
1.6.1.3.13. Yakın Geçmiş (Recency Bias).....	48
1.6.1.3.14. Çerçeveleme (Framing Bias)	48
1.6.1.4. Duygusal Faktörler	49
1.6.1.4.1. Bahşetme (Endowment Bias)	49
1.6.1.4.2. Oto-Kontrol (Self-Control Bias).....	49
1.6.1.4.3. İyimserlik (Optimism Bias)	50
1.6.1.4.4. Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion Bias)	50
1.6.1.4.5. Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Aversion Bias).....	50
1.6.1.4.6. Statüko (Status Quo Bias).....	51
1.6.2. Yatırımın Özelliği ile ilgili Faktörler	51
1.6.2.1. Yatırımın Verimliliği ve Emniyeti.....	52
1.6.2.2. Likidite ya da Pazarlanabilme Derecesi.....	52
1.6.2.3. Yatırımın Vergi Durumu	52
1.6.2.4. Yatırımın Riski	53
1.6.3. Ekonominin Görünümü ile ilgili Faktörler.....	54
1.6.3.1. Ekonominin Genel Düzeyi.....	55
1.6.3.2. Uygulanan Ekonomik ve Mali Politikalar	56
1.6.3.3. Tasarruf ve Yatırım Yapmayı Kolaylaştırıcı Kurumsallaşma	56
1.6.4. Çevresel Faktörler	57
1.6.4.1. Sosyal ve Kültürel Durum	57
1.6.4.2. Referans Grup	58
1.6.4.3. Aile.....	58
1.6.4.4. Roller ve Statüler	58

İKİNCİ BÖLÜM

2. BORSALARDA MARKALAŞMA VE YATIRIMCI TEMELLİ MARKA DEĞERİ	59-98
2.1. Borsa Yapılarında ve İşleyişinde Yaşanan Değişimler	59
2.1.1. Değişime Zemin Hazırlayan Faktörler	60

2.1.2. Borsa Şirketleşmeleri	62
2.1.2.1. Borsa Şirketleşmelerinde Bölgesel Farklılıklar	65
2.1.3. Borsaların Halka Açılması	66
2.1.4. Borsalarda Konsolidasyon.....	68
2.2. Finansal Hizmetlerde Markalaşma	69
2.2.1. Şirketleşen Borsalarda Markalaşma	70
2.2.1.1. Markalaşan Borsalar Açısından Bireysel Yatırımcılar	72
2.2.1.2. Markalaşan Borsalar Açısından Kurumsal Yatırımcılar.....	72
2.2.1.3. Markalaşan Borsalar Açısından Halka Arzlar	73
2.3. Yatırım Davranışını Etkileyen Marka Değişkenleri	76
2.3.1. Marka ve Marka Kişiliği	77
2.3.1.1. Marka Kişiliği Ölçeklerine Getirilen Eleştiriler	78
2.3.2. Marka Değeri.....	80
2.3.2.1. Marka Farkındalığı	84
2.3.2.2. Marka Çağrışımı	87
2.3.2.3. Marka Güveni	90
2.3.2.4. Marka Performansı	91
2.3.2.5. Marka Sadakati	93
2.4. Yatırım Yapma Niyeti	97

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TEMEL FİNANSAL GÖSTERGELER BAKIMINDAN TÜRKİYE VE İRLANDA PAY PİYASALARI	99-132
3.1. Borsaların Karşılaştırılmasını Mümkün Kılan Etmenler	99
3.1.1. Borsa İstanbul'un Gelişimi.....	104
3.1.1.1. İMKB'den BIST'e Dönüşüm.....	105
3.1.1.2. Türkiye Pay Piyasası GZFT Analizi	107
3.1.1.2.1. Güçlü Yönler	107
3.1.1.2.2. Zayıf Yönler	108
3.1.1.2.3. Fırsatlar	111
3.1.1.2.4. Tehditler.....	112
3.1.2. İrlanda Borsası'nın Gelişimi	113

3.1.2.1. İrlanda Pay Piyasası GZFT Analizi	115
3.1.2.1.1. Güçlü Yönler	115
3.1.2.1.2. Zayıf Yönler	117
3.1.2.1.3. Fırsatlar	117
3.1.2.1.4. Tehditler.....	118
3.2. Borsa İstanbul ve İrlanda Borsası'nın Pazarlanabilirlik Açısından Karşılaştırılması.....	119
3.2.1. Piyasa Değeri (Kapitalizasyon).....	119
3.2.2. Borsaların Ülke Ekonomisindeki Yeri (Piyasa Değeri / GSYH).....	123
3.2.3. İşlem Hacmi	125
3.2.4. Borsaya Kote Şirket Sayısı.....	126
3.2.5. Likidite	127
3.2.6. Fiyat İstikrarı.....	129
3.2.7. Endeks Getirisi	131

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. FİNANSAL YATIRIM KARARLARINDA BORSA MARKASININ ROLÜ VE ALGILANAN RİSKİN ARACI ETKİSİ: TÜRKİYE-İRLANDA PAY PİYASALARI KARŞILAŞTIRMASI.....	133-255
4.1. Araştırmanın Kapsamı ve Önemi	133
4.2. Araştırmanın Amacı.....	135
4.3. Araştırma Modeli ve Değişkenleri.....	137
4.3.1. Araştırma Modeli	137
4.3.2. Araştırma Değişkenleri	138
4.4. Araştırma Hipotezleri	140
4.5. Araştırmanın Kısıtları	144
4.6. Araştırma Yöntemi	145
4.6.1. Örneklem Hacminin Belirlenmesi.....	145
4.6.1.1. Türkiye Uygulamasına Yönelik Örneklem Hacminin Belirlenmesi	145
4.6.1.2. İrlanda Uygulamasına Yönelik Örneklem Hacminin Belirlenmesi	147

4.6.2. Anket Formunun Oluşturulması.....	148
4.6.3. Verilerin Toplanması.....	150
4.7. Verilerin Analizi	151
4.8. Türkiye Pay Piyasası Uygulaması	153
4.8.1. Türkiye Örnekleminin Demografik Özellikleri.....	153
4.8.2. Türkiye Örnekleminin Yatırım Davranışına Göre Dağılımları.....	154
4.8.3. Türkiye Örnekleminin Kullanılan Ölçeklere Göre Dağılımları	158
4.8.3.1. Türkiye Örnekleminin Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Dağılımı	158
4.8.3.2. Türkiye Örnekleminin Marka Değişkenlerine Yönelik Dağılımı... ..	159
4.8.3.3. Türkiye Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine Yönelik Dağılımları	161
4.8.4. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulgular.....	162
4.8.4.1. İçsel Tutarlılık Göstergesi olarak Cronbach Alpha Katsayıları.....	162
4.8.4.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Geçerlilik Analizleri.....	163
4.8.4.2.1. Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Geçerlilik Analizi.....	166
4.8.4.2.2. Araştırma Değişkenlerine Yönelik Geçerlilik Analizleri	169
4.8.4.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi ile Geçerlilik ve Güvenilirlik Analizlerinin Doğrulanması.....	171
4.8.4.4. Geçerliliği ve Güvenilirliği Belirlenen Ölçekler ve Maddeleri	175
4.8.4.5. Ortak Yöntem Varyansı Sorunu	176
4.8.5. Türkiye Pay Piyasası'na Yatırım Yapma Niyetinin Belirleyicilerine Yönelik Yapısal Eşitlik Modellemesi.....	177
4.8.6. Algılanan Riskin Aracı Etkisinin (Mediator) Yapısal Eşitlik Modellemesi ile Test Edilmesi.....	178
4.8.6.1. Yapısal Modele Yönelik Uyum İstatistikleri	181
4.8.6.2. Değişkenler Arası İstatistikler	182
4.8.6.3. Yapısal Modeldeki Değişkenler Arası İlişkiler	183
4.8.6.4. Algılanan Riskin Aracı Etkisi	185
4.8.7. Aracı Etkiye Yönelik Demografik Gruplar Arası Karşılaştırmalar	189
4.8.8. Hipotez Testlerinin Özet Sonuçları	196
4.8.9. Araştırmanın Türkiye Uygulamasına Yönelik Tartışma	198

4.9. İrlanda Pay Piyasası Uygulaması.....	204
4.9.1. İrlanda Örnekleminin Demografik Özellikleri.....	204
4.9.2. İrlanda Örnekleminin Yatırım Davranışına Göre Dağılımları	206
4.9.3. İrlanda Örnekleminin Kullanılan Ölçeklere Göre Dağılımları	209
4.9.3.1. İrlanda Örnekleminin Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Dağılımı .	209
4.9.3.2. İrlanda Örnekleminin Marka Değişkenlerine Yönelik Dağılımı	210
4.9.3.3. İrlanda Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine Yönelik Dağılımları.....	212
4.9.4. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulgular.....	212
4.9.4.1. İçsel Tutarlılık Göstergesi olarak Cronbach Alpha Katsayıları.....	212
4.9.4.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Geçerlilik Analizleri.....	213
4.9.4.2.1. Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Geçerlilik Analizi.....	214
4.9.4.2.2. Araştırma Değişkenlerine Yönelik Geçerlilik Analizleri	216
4.9.4.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi ile Geçerlilik ve Güvenilirlik Analizlerinin Doğrulanması.....	218
4.9.4.4. Geçerliliği ve Güvenilirliği Belirlenen Ölçekler ve Maddeleri	221
4.9.4.5. Ortak Yöntem Varyansı Sorunu	222
4.9.5. İrlanda Pay Piyasası'na Yatırım Yapma Niyetinin Belirleyicilerine Yönelik Yapısal Eşitlik Modellemesi	222
4.9.6. Algılanan Riskin Aracı Etkisinin (Mediator) Yapısal Eşitlik Modellemesi ile Test Edilmesi.....	223
4.9.6.1. Yapısal Modele Yönelik Uyum İstatistikleri	223
4.9.6.2. Değişkenler Arası İstatistikler	225
4.9.6.3. Yapısal Modeldeki Değişkenler Arası İlişkiler	225
4.9.6.4. Algılanan Riskin Aracı Etkisi.....	226
4.9.7. Aracı Etkiye Yönelik Demografik Gruplar Arası Karşılaştırmalar	229
4.9.8. Hipotez Testlerinin Özet Sonuçları	238
4.9.9. Araştırmanın İrlanda Uygulamasına Yönelik Tartışma	239
4.10. Araştırmanın Türkiye ve İrlanda Uygulamaları Karşılaştırması	243
4.10.1. Örneklemelerin Demografik Bilgilerine Yönelik Karşılaştırma.....	243
4.10.2. Örneklemelerin Yatırım Tercih ve Önceliklerine Yönelik Karşılaştırma...	248
4.10.3. Örneklemelerin Piyasalara Yönelik Marka Algılarının Karşılaştırılması...	250

4.10.4. Aracı Etkinin Alt Demografik Gruplara Göre Karşılaştırılması	254
SONUÇ	256
ÖNERİLER.....	263
ÇALIŞMANIN GENEL ETKİLERİ	269
YARARLANILAN KAYNAKLAR	274
EKLER	300
ÖZGEÇMİŞ	313



ÖZET

Günümüzde tüketici için fonksiyonelliğin ötesinde çeşitli sembolik anlamlar barındıran marka kavramının, kurumların paydaşlarına yarattıkları değer üzerindeki ağırlıklı etkisi açıktır. Küreselleşme, finansal liberalleşme, teknolojik gelişmeler, esneklik ve ek kaynak ihtiyacı gibi faktörler sonucu üye sahipliği yapılarından uzaklaşarak şirketleşen ülke borsaları için de, benzer bir markalaşma sürecinden bahsetmek mümkündür. Markalaşan borsaların sürdürülebilirlikleri için, tüm finansal sistemi ilgilendiren makro göstergeler yanında küçük ölçekli, bireysel tüketici algılarının dikkate alınması ve bu doğrultuda değer önerileri geliştirmesi kritik öneme sahip görülmektedir.

2013’de şirketleşen Borsa İstanbul (BIST), sunduğu olanaklar ile önemli bir yatırım platformudur. Ancak %60’tan fazlası yabancı yatırımcıların portföyünde olan BIST’in, yerli bireysel yatırımcılar için aynı pazarlanabilirlik başarısını gösterebildiğini söylemek güçtür. Düşük pay senedi tutma oranları ve portföy değerleri ile bireysel yatırımcı, pay piyasasına mesafeli durmaktadır. Bu sorunsalın, finansal göstergelerin ötesinde piyasaya karşı olumsuz tüketici algısından kaynaklandığı ve yönetilebilir olduğu düşünülmektedir. Bu süreçte, pay piyasasına yönelik marka kişiliği ve marka değeri algısının, algılanan riskin aracı etkisiyle yatırım yapma niyeti üzerinde belirleyici etkisi olduğu öngörülmüştür.

Araştırma modeli, Türkiye ve İrlanda Pay Piyasaları arasında incelenmiş, gelişmekte olan BIST’in pazarlanabilirlik problemine yönelik, gelişmiş İrlanda Pay Piyasası kriter alınmıştır. Analizler sonucunda, pay piyasalarına yönelik marka kişiliğinin, marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakati üzerinde etkili olduğu, marka değişkenlerinin yatırım yapma niyetini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Marka değeri ile yatırım niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı etkisi saptanmıştır. Sonuç olarak, finansal yatırım davranışında marka ve risk algısı önemli role sahip bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler: Finansal Yatırım, Borsa, Bireysel Yatırımcı, Marka Kişiliği, Marka Değeri, Algılanan Risk

ABSTRACT

Embodying various symbolic meanings beyond the pure functionality for consumers today, the concept of brand has a weighted effect on the value created by institutions to their stakeholders. It is possible to associate stock exchanges, which move away from their mostly cooperative structures and demutualize as a result of such factors as globalization, financial liberalization, technological developments, need for flexibility and additional funds, with a similar branding process. For the same reason, it seems critically important for the sustainability of those branding stock exchanges to pay attention to the small-scale individual consumer perceptions beside the macro indicators concerning the entire financial system, and to develop the value propositions accordingly.

Borsa İstanbul (BIST), which was demutualised in 2013, exhibits an important investment platform with all its offerings. However, it is hard to say that BIST, more than whose 60% is within the portfolios of foreign investors, shows a similar marketability success for domestic individual investors. With the low rates of stock holding and initial equity, individual investors stand aloof from the the stock market. It is envisaged that this problem mainly derives from negative consumer perceptions, beyond financial indicators, towards the market, and is thus manageable. It is also proposed that the market personality and brand equity perceptions towards the stock market have a determining effect on investment intention in this process through the mediating role of the perceived risk.

The research model is tested between the developing BIST and developed Ireland Stock Market, with the latter as a criterion for the problem at the former one. The analyses show that brand personality affects brand awareness, brand quality and brand loyalty which in turn, have a positive effect on investment intention. It is found out that perceived risk has a mediating role in the relationship between brand equity and investment intention.

Key Words: Financial Investment, Stock Market, Individual Investor, Brand Personality, Brand Equity, Perceived Risk

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Tüketici Davranışı Modellerinin Karşılaştırılması.....	29
2	Bazı Borsaların Şirketleşme ve Borsada İşlem Görmeye Başlama Tarihleri	67
3	Ziyaret Edilen Şirketlerin Halka Açılma Durumları.....	74
4	Yazındaki Bazı Tüketici Temelli Marka Değeri Boyutları	83
5	Borsa İstatistikleri (5/12/2012).....	100
6	Korelasyon Matrisi (Ocak, 1988 – Ağustos, 2008)	101
7	BİST Yabancı Yatırımcı Portföy Değeri ve Oranları.....	103
8	BİAŞ Ortaklık Yapısı.....	106
9	ISE Ortaklık Yapısı (2015)	114
10	Araştırmada Kullanılan Ölçekler.....	149
11	Türkiye Örneğine ait Demografik Bilgiler	153
12	Türkiye Örneğinin Pay Senedine Yatırım Yapma Durumuna Göre Dağılımı	155
13	Türkiye Örneğinin Yatırım Aracı Tercihine Göre Dağılımı.....	156
14	Türkiye Örneğinin ‘Diğer’ Yatırım Tercihlerine Göre Dağılımı	156
15	Türkiye Örneğinin Öncelikli Yatırım Kriterine Göre Dağılımı	157
16	Türkiye Örneğinin ‘Diğer’ Yatırım Kriterlerine Göre Dağılımı.....	158
17	Türkiye Örneğinin Marka Kişiliği Ölçeğine İlişkin Dağılımı	159
18	Türkiye Örneğinin Marka Değeri Belirleyicilerine İlişkin Dağılımı.....	160
19	Türkiye Örneğinin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine İlişkin Dağılımı.....	161
20	Ölçeklere ait Güvenilirlik Katsayıları Özeti	163
21	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Kaiser-Meyer-Olkin Örnekleme Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi.....	166
22	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Açıklanan Toplam Varyans	167
23	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları.....	168

24	Araştırma Değişkenlerine Yönelik Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi	169
25	Araştırma Değişkenlerine Yönelik Açıklanan Toplam Varyans	169
26	Araştırma Değişkenlerine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları	170
27	Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Model Uyumu.....	172
28	Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Geçerlilik ve Güvenilirlik Özetleri.....	173
29	Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizleri Sonucu Netleşen Ölçek Maddeleri	175
30	Döngüsüz Faktör Analizi Sonucu Açıklanan Toplam Varyans.....	177
31	Yapısal Model Uyum İstatistikleri.....	181
32	Yapısal Modele İlişkin Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri.....	183
33	Aracı Etki (Baron ve Kenny Metodu)	185
34	Aracı Etki Anlamlılığına Yönelik Bootstrapping ve Sobel Test İstatistikleri.....	188
35	Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Yapısal Model Uyum İstatistikleri	190
36	Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Standardize Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri	191
37	Katılımcıların Yatırım Durumuna göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi.....	192
38	Katılımcıların Cinsiyetine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	193
39	Katılımcıların Yaşına göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	194
40	Katılımcıların Medeni Durumuna göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	195
41	Katılımcıların Aylık Gelirine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	195
42	Hipotez Testi Sonuçları Özet Tablosu	197
43	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgiler	205
44	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Yatırım Yapma Durumuna Göre Dağılımı.....	206
45	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Yatırım Aracı Tercihine Göre Dağılımı.....	207
46	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Yatırım Tercihlerine Göre Dağılımı.....	208
47	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Yatırım Kriterine Göre Dağılımı	208
48	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Yatırım Kriterlerine Göre Dağılımı	209
49	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Marka Kişiliği Ölçeğine İlişkin Dağılımı	210
50	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Marka Değeri Belirleyicilerine İlişkin Dağılımı.....	211
51	İrlanda Örneklemine ait Demografik Bilgilerin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine İlişkin Dağılımı.....	212

52	Ölçeklere ait Güvenilirlik Katsayıları Özeti	213
53	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi	214
54	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Açıklanan Toplam Varyans	215
55	Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları	215
56	Araştırma Değişkenlerine Yönelik Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi	216
57	Araştırma Değişkenlerine Yönelik Açıklanan Toplam Varyans	217
58	Araştırma Değişkenlerine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları	217
59	Doğrulamalı Faktör Analizi Sonucu Model Uyumu	219
60	Doğrulamalı Faktör Analizi Sonucu Geçerlilik ve Güvenilirlik Özetleri	220
61	Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizi Özetleri	221
62	Döngüsüz Faktör Analizi Sonucu Açıklanan Toplam Varyans	222
63	Yapısal Model Uyum İstatistikleri	224
64	Yapısal Modele İlişkin Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri	225
65	Aracı Etki (Baron ve Kenny metodu)	227
66	Aracı Etki Anlamlılığına Yönelik Bootstrapping ve Sobel Test İstatistikleri	229
67	Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Yapısal Model Uyum İstatistikleri	231
68	Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Standardize Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri	232
69	Katılımcıların Yatırım Durumuna göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	234
70	Katılımcıların Cinsiyetine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	235
71	Katılımcıların Yaşına göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	236
72	Katılımcıların Medeni Durumuna göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	236
73	Katılımcıların Aylık Gelirine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi	237
74	Hipotez Testi Sonuçları Özet Tablosu	239
75	Örneklemlerin Demografik Bilgilerine Yönelik Karşılaştırma	244
76	Portföy Değeri Dilimlerine Göre Yatırımcı Sayısı ve Toplam Portföy Değerleri	247
77	Örneklemlerin Pay Senedine Yatırım Yapma Durumuna Yönelik Karşılaştırma	248
78	Örneklemlerin Öncelikli Yatırım Aracı Tercihine Yönelik Karşılaştırma	249

79	Örneklemlerin Öncelikli Yatırım Kriterlerine Yönelik Karşılaştırma	249
80	Aracı Etkinin Alt Demografik Gruplara Göre Karşılaştırılması.....	255



ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Tüketici Davranışı Üzerine Geliştirilmiş Bir Model	18
2	Yatırım Karar Sürecine Yönelik Mantıksal Model	21
3	Nicosia Modeli	22
4	Basitleştirilmiş Howard-Sheth Modeli	26
5	Yatırım Yapma Davranışını Etkileyen Faktörler.....	35
6	Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümü Süreci.....	63
7	Şirketleşen Borsalar için Müşteriler	71
8	Farkındalık Piramidi	85
9	Marka Çağrışımlarının Değeri.....	89
10	İşletme Performansı Etkinlik Alanı	92
11	Marka Sadakati Türleri	95
12	Araştırma Modeli.....	138
13	Aracı Etkinin Diyagramla Gösterimi.....	178
14	Araştırma Değişkenleri Arası İlişkileri Gösteren Yol Diyagramı (standardize edilmiş regresyon ağırlıkları ile)	181
15	Araştırma Değişkenleri Arası İlişkileri Gösteren Yol Diyagramı (standardize edilmiş regresyon ağırlıkları ile)	223
16	Türkiye Örneğine Ait Yapısal Model.....	251
17	İrlanda Örneğine Ait Yapısal Model	251

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Risk - Getiri Grafiği.....	7
2	Risk Karşısında Yatırımcı Türleri	11
3	Borsa Yasal Statüsüne göre Net Gelir (US\$)	64
4	Bölgelere göre Borsa Yasal Statüleri (2012).....	65
5	Bölgelere göre Borsaların Net Gelirleri (US\$).....	66
6	Yasal Statülerine göre Borsaların Net Gelirleri (US\$).....	68
7	Grup 2 Ülkeleri Pay Senedi Fiyat Endeksi.....	101
8	BIST - ISE Piyasa Değeri Karşılaştırması (mln US\$).....	120
9	WFE'ye Üye Borsalar Toplam Kapitalizasyon Karşılaştırması (2014, mlr US\$).....	122
10	Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri (2015, Ekim)	124
11	BIST ve ISE İşlem Hacmi Karşılaştırması (mln US\$).....	125
12	BIST ve ISE Ulusal Pazarda İşlem Gören Şirket Sayıları.....	126
13	BIST ve ISE'de İşlem Gören Yabancı Şirket Sayıları	127
14	BIST ve ISE Likidite Karşılaştırması.....	128
15	BIST ve ISE Fiyat Endeksleri Karşılaştırması	130
16	BIST ve ISE Endeks Getirileri Karşılaştırması (%).....	131
17	Yaş Dilimlerine Göre Yerli Yatırımcı Sayısı Dağılımı (2015)	246

KISALTMALAR LİSTESİ

AFA	: Açıklayıcı Faktör Analizi
AGFI	: Adjusted Goodness of Fit Index (Uyarlanmış Uyum İyiliği İndeksi)
AMOS	: Analysis of Moment Structures (Moment Yapıların Analizi)
AR	: Algılanan Risk
ASV	: Average Shared Variance (Ortalama Paylaşılan Varyans)
AVE	: Average Variance Extracted (Açıklanan Ortalama Varyans)
BFT	: Beklenen Fayda Teorisi
BİST	: Borsa İstanbul
BİAŞ	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz.	: Bakınız
CFI	: Comparative Fit Index (Karşılaştırmalı Uyum İndeksi)
CMIN	: Chi-Square [Ki-kare testi]
CR	: Composite Reliability (Bileşik Güvenilirlik)
DF	: Degrees of Freedom (Serbestlik Derecesi)
DFA	: Doğrulayıcı Faktör Analizi
Ed.	: Edition (Baskı)
GFI	: Goodness of Fit (Uyum İyiliği İndeksi)
GfK	: Gesellschaft Für Konsumforschung (Tüketici Araştırma Şirketi)
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurti İçi Hasıla
H	: Hipotez
IFI	: Incremental Fit Index (Artan Uyum İndeksi)
IR	: İrlanda
ISE	: Irelans Stock Exchange (İrlanda Borsası)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KMO	: Kaiser-Meyer-Olkin (Örnekleme Yeterliliği Testi)
LSE	: London Stock Exchange (Londra Borsası)
MÇ	: Marka Çağrışımı

MF	: Marka Farkındalığı
MK	: Marka Kalitesi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
ML	: Maximum Likelihood (Maksimum Olasılık)
Mln	: Milyon
Mlr	: Milyar
MP	: Marka Performansı
MS	: Marka Sadakati
MSV	: Maximum Shared Variance (Maksimum Paylaşılan Varyans)
NFI	: Normed Fit Index (Normlandırılmış Uyum İndeksi)
NYSE	: New York Stock Exchange (New York Borsası)
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
p.	: Probablity / p-value (Olasılık)
PIIGS	: Portuguese, Italy, Ireland, Greece, Spain (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya)
RFI	: Relative Fit Index (Görelî Uyum İndeksi)
RMSEA	: Root Mean Square Error of Approximation (Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü)
SD	: Sadelik (Marka Kişiliği Boyutu)
SERPAM	: Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi
Sig.	: Significance (Anlamlılık)
SPSS	: Statistical Package for the Social Sciences (Sosyal Bilimler için İstatistiksel Paket)
SWOT	: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats (Güçlü Yanlar, Zayıf Yanlar, Fırsatlar, Tehditler)
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEB	: Türkiye Ekonomi Bankası
TR	: Türkiye
TSE	: Tokyo Stock Exchange (Tokyo Borsası)
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasası Birliği
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu

TÜYİD	: Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği
t.y.	: Tarih yok
US	: United States
vb.	: ve benzeri
WFE	: World Federation of Exchanges (Dünya Borsalar Birliği)
X ²	: Ki-kare
YEM	: Yapısal Eşitlik Modellemesi
YÖK	: Yüksek Öğretim Kurulu
YYN	: Yatırım Yapma Niyeti



GİRİŞ

Çoğu zaman satış geliştirme ve pazar payına odaklanan pazarlama disiplini, pazarlamayı ilgilendiren kararların, stok seviyeleri, döner sermaye gerekleri, finansal maliyet, borç-özsermaye oranı ve hisse senedi fiyatları gibi değişkenler üzerindeki etkisini göz ardı etmektedir. Bu değişkenlerin, *sadece* finans disiplininin sorumluluğunda olduğunu farz etmek, bir çeşit pazarlama miyopluğu suçu işlemektir ki bu suç, ilk olarak Levitt (1960) tarafından öngörölmüş bu kavramdan daha az yıkıcı değildir.

——— Paul Anderson, 1979, “The Marketing Management/Finance Interface”

Finansal yatırım, ekonomik bireylerin ya da kurumların sahip oldukları fonlarını, gelir elde etmek amacıyla çeşitli finansal araçları alıp satmak suretiyle değerlendirmesidir (Afşar ve Afşar, 2010: 103). Gerek mikro düzeyde bireysel yatırımların gerekse makro düzeydeki kurumların kendileri ve/veya müşterileri adına dahil oldukları finansal yatırım faaliyetinin, büyük oranda tasarruf eylemine bağlı olarak gerçekleştiği, tasarrufun arttığı ölçüde yatırımın da artacağı bilinen bir gerçektir. Onuncu Kalkınma Planı kapsamında, Yurtiçi Tasarruflar Özel İhtisas Komisyonu Raporu’na göre (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014: 1), 1990’larda Türkiye’de gayrisafi milli kullanılabilir gelirin ortalama %23,5’ini oluşturan yurtiçi tasarruflar, 2000-2008 döneminde ortalama %17’ye, 2010 yılında %13,5’e gerilemiştir. Bu azalmanın ana nedeni özel tasarruflardaki keskin düşüş olmuştur. Türkiye’deki yurtiçi tasarruf oranları, düşük gelir grubundaki ülkelerden yüksek olmakla birlikte Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) üyesi ülkelerin ve yüksek büyüme oranlarına sahip ülkelerin tasarruf oranlarına kıyasla oldukça düşük seyretmektedir.

Tasarruf oranlarının düşüklüğünün milli ekonomi üzerindeki 2 temel etkisinden bahsedilebilir. İlki, düşük tasarruf oranları [kurumların fon ihtiyacını karşılamalarını zorlaştırarak] yatırımların önünde engel oluşturarak büyümeyi olumsuz etkiler. Diğeri ise, yurtiçi tasarrufu ikame eden yabancı sermaye ekonomide kırılganlığı artırır (Dünya Bankası ve T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2011). Tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki bu pozitif korelasyon, düşük tasarruf oranlarının sürdürülebilir ekonomik büyümenin önünde engel oluşturduğunun önemli bir işaretidir. Türkiye gibi ekonomisi gelişmekte olan bir

ülke için yüksek yatırım oranlarının önemi düşünüldüğünde ise, mevcut durum daha da önem ve aciliyet kazanmaktadır.

Tasarrufun desteklenmesi kadar önemli diğer bir konu, yaratılan tasarrufların tüm taraflara yarar sağlayacak yönde etkin ve verimli şekilde kullanılmasıdır. Bunu sağlamanın yolu ise güçlü hukuksal altyapı ile desteklenen bir finansal sistemden geçmektedir. Ekonomik sistemin önemli bir bileşeni olan finansal sistem, fon açığı olanlar ile fon fazlası verenler arasındaki fon transferinin gerçekleşmesine imkan veren sistemdir (Coşkun, 2010: 6). Bu finansal sistemin dışarıdan ithal edilmesi ülkelerin bağımlılığını ve dolayısıyla kırılganlıklarını artıracığından, ülke içinde geliştirilmesinin büyümeye katkısı kritik önem taşımaktadır (Levine, 2005: 868-689).

Finansal sistem içinde işlerlik gösteren sermaye piyasalarının önemli bir unsuru, pay piyasalarıdır. Dünya genelindeki finansal liberalleşmeyle birlikte taraflar arası fon transferindeki önemi daha da artan pay piyasaları, neredeyse tüm ülke sermaye piyasasının sembolü hatta markası haline gelmiştir. Bilinen markaların ürün ya da hizmetlere dair fonksiyonel ya da sembolik mesajlar içermesine benzer şekilde, New York Borsası (NYSE), Londra Borsası (LSE) ya da Tokyo Borsası (TSE) gibi borsalar, ülkelerin ekonomik finansal yapılarına dair ipuçları vermektedir. Finansal piyasalarda bu markalaşma sürecini destekleyen önemli bir gelişme, küreselleşme, teknolojik gelişmeler ve finansal liberalleşmenin tetiklediği (Cerny, 1994; Martin and Turner, 2004), dünya genelindeki borsaların kooperatif/üye sahipliği yapılarından ayrılarak kar amaçlı kurumlara dönüşmesi, yani şirketleşmeleri olmuştur. 1993'de İsveç'te Stockholm Borsasının öncülük ettiği borsaların anonim yapılarının, daha şeffaf, dinamik, hızlı kararlar alabilen bir yönetim ve denetim etkinliği sağladığından bahsedilebilir (Budak ve Çikot, 2011: 5-6). Bir sonraki aşamada ise, birbirleri ile konsolidasyona gidebilen borsalar, kendi ya da diğer borsalarda işlem görmeye başlayarak finansal anlamda marka değeri de kazanmış olmaktadır. Bugün Belçika, Fransa, Hollanda, Portekiz ve Birleşik Krallık'ta operasyonları olan Euronext, bunun en iyi örnekleri arasındadır.

1985'de kurumsal kimlik kazanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) da, İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında ve benzer gereksinimlerle 2013 yılında şirketleşerek Borsa İstanbul'a (BIST) dönüşmüştür. Bu gelişmenin ardından, tasarruf

oranlarının ülke ekonomisindeki öneminden hareketle, Yatırımcı Seferberliği, Halka Arz Seferberliği, Bireysel Emeklilik Sistemi gibi uygulamalara hız verilmiş ve yatırımcı tabanı genişletilmeye çalışılmıştır. Ancak bugün gelinen noktada, bu uygulamalardan istenilen sonuçların alınabildiğini söylemek güçtür.

Sorunun kurumsal tarafında büyük ölçüde, BIST Pay Piyasası'nın (BIST şirketlerinin halka açık kısmının) neredeyse 2/3'ünün yabancı yatırımcıların portföyünde bulunması yatarken; bu çalışmaya konu olan bireysel yatırımcı tarafında ise tablo daha olumsuz görünmektedir. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) verilerine göre, pay piyasasında toplam bakiye oranının en yüksek payını gerçekleştiren yerli bireysel (gerçek) yatırımcıların yaklaşık %80'ini, 10.000TL altında portföy değerine sahiptir (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2014). İlk bakışta gelir oranlarıyla ilişkilendirilebilecek bu durumun sadece finansal etmenler sonucu oluşmadığının önemli bir göstergesi, portföylerdeki pay senedi tutma oranıdır. TÜYİD&MKK, Borsa Trendleri Raporu'na göre (2014), yerli yatırımcı portföylerinde pay senedi tutma oranı %8 ile %10 arasında değişirken, bu oran yabancı yatırımcılarda %40'ın üstünde seyretmektedir. Bu durumda, her iki yatırımcı grubu da (yerli – yabancı) aynı piyasada işlem gerçekleştirdiğine göre ve piyasanın her iki grup için de aynı potansiyeli ve riskleri barındırdığına göre (dolayısıyla makro şartlar her iki grup için de eşit) rasyonel bir bakış açısıyla, her iki grubun da pay senedine yatırımına, aynı olmasa da benzer tepkileri vermesi gerekmez miydi? Diğer bir ifadeyle, Türk yatırımcının kendi pay piyasasına yönelik algısı neden olumsuz ve yatırımcı olmayan grup ise neden Türkiye Pay Piyasasını yatırım yapmaya değer bulmuyor?

Temel olarak bu sorulara cevap bulmaya çalışılan bu çalışmada, sorunun sadece finansal göstergelerle açıklanamayıp, önemli oranda piyasanın pazarlanabilirliği ile ilgili olduğu düşünülmektedir. Tasarruf ve finansal yatırım davranışının mikro ve algısal bir perspektifle değerlendirildiği çalışmada, piyasaya yönelik marka algısının pay piyasasına yatırım yapma davranışının öncüsü olan yatırım yapma niyetini etkilediği düşünülmektedir. Bir başka ifadeyle, Türkiye Pay Piyasasının yerli bireysel yatırımcıyı yatırıma çekebilmedeki başarısızlığının, daha çok olumsuz marka kişiliği ve marka değeri algılarına yönelik olduğu ve algılanan riskin bu ilişkide aracı rol oynadığı öngörülmektedir. Çünkü yatırımcısına müşteri memnuniyeti sağlayamayan bir borsanın, paydaşlarına yeni bir değer önerisi yaratması söz konusu olamaz (Altun, 2008). Dolayısıyla araştırmanın

temel eksenini finans disiplininde sıklıkla incelenen finansal yatırım davranışı oluşturmakta, ancak sorunun çözümüne pazarlama disiplini alt başlıklarından marka ve tüketici davranışı perspektiflerinden yaklaşılmaktadır.

Önerilen yapısal model kapsamında, pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısının marka değeri belirleyicilerinden marka farkındalığı, marka çağrışımı, marka performansı, marka güveni ve marka sadakati değişkenleri üzerinde etkili olduğu (Louis ve Lombart, 2010; Su ve Tong, 2015: 124-125), marka değerinin ise yatırım yapma niyetini belirlediği öngörülmektedir. Ancak finansal kararların yüksek risk içeren yapısı gereği, marka değeri ile yatırım yapma niyeti ilişkisinin direkt gerçekleşmediği, tüketicinin algıladığı riskin, bu ilişki üzerinde aracı etkiye sahip olduğu düşünülmektedir (Chen ve He, 2003). Ayrıca, yatırım davranışı üzerindeki kişisel faktörlerin etkisini araştıran birçok çalışmada (Anbar ve Eker, 2009: 134-142; Finucane ve diğerleri, 2000: 159; Simcock ve diğerleri, 2006: 355) varılan ortak nokta, bireylerin sahip olduğu çeşitli demografik özelliklerin onların yatırım yapma davranışını etkilediğidir. Bu çalışmada da değişkenler arası ilişkilerin, cinsiyet, yaş, gelir, medeni hal ve yatırım deneyimine sahip olup olmama durumlarına göre değişeceği ve farklı kalıplar izleyeceği öngörülmektedir. Ayrıca araştırma modeli, Türkiye örneklemini dışında Türkiye finansal sistemine benzer yapısal özellik sergileyen İrlanda örnekleminde de test edilmektedir. Kültürler arası bu karşılaştırmalı analizin, gerek araştırma ölçeklerinin geçerlilik ve güvenilirliğinin test edilmesi, gerekse Türkiye’de yaşanan sorunsala kriter oluşturması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Araştırma problemi ve çözüme yönelik değişkenler arası ilişkiler doğrultusunda araştırma, toplam 4 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, yatırım davranışı, yatırım ve yatırımcı çeşitleri tanımlanmakta, insan doğasına yönelik homo-economicus, homo-heuristicus ve homo-dublex yaklaşımlarına değinilmektedir. Ardından temel karar verme modellerinin açıklandığı bölümde, finansal yatırım davranışının diğer birçok tüketim davranışına göre yüksek risk içeren yapısı gereği iki temel, risk durumunda karar verme teorisi üzerinde durulmaktadır. Son kısımda, yatırım davranışını etkileyen yatırımcı, yatırımın özelliği, ekonominin görünümü ve çevre ile ilgili faktörler açıklanarak bölüm tamamlanmaktadır.

İkinci bölümde, son dönemde global finansal sistemlerde yaşanan değişimler, değişime zemin hazırlayan faktörler ve borsa şirketleşmelerinden bahsedilmektedir. Ardından finansal hizmetler genelinde ve şirketleşen borsalarda markalaşma, bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ve halka arzlar açısından değerlendirilmektedir. Bölüm, yatırım davranışını etkileyen marka değişkenleri kapsamında marka kişiliği ve marka değerini belirleyen marka farkındalığı, marka çağrışımı, marka performansı, marka güveni ve marka sadakati değişkenlerinin açıklanması ile sona ermektedir.

Üçüncü bölümde, Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarının gelişimi ve yapısal özellikleri tartışılmakta, iki piyasa örneğinin karşılaştırılmasını mümkün kılan etmenler üzerinde durulmaktadır. Son kısımda ise, iki pay piyasası temel finansal göstergeler bakımından karşılaştırmalı olarak incelenmektedir.

Araştırmanın son bölümünde, Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına yatırım yapma niyeti üzerinde marka kişiliği ve marka değerinin etkisi ve bu ilişkide algılanan riskin aracı rolü karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Öncelikle araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve modeli üzerinde durularak araştırma hipotezleri açıklanmıştır. Araştırma yönteminin ayrıntılı olarak belirtilmesinin ardından toplanan verilerin her iki piyasa özelinde ayrı ayrı güvenilirlik, geçerlilik kontrolleri yapılmış ve yapısal model analizi gerçekleştirilmiştir. Piyasalar özelinde bulgular tartışılmış ve iki ayrı uygulama birbiri ile karşılaştırılarak açıklanmıştır. Genel sonuç kısmının tartışılmasının ardından bu sonuçlara yönelik önerilerde bulunulmuştur. Bölüm, çalışmanın teorik ve yönetsel etkileri açıklanarak sonlandırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. YATIRIM VE YATIRIMCI DAVRANIŞI

1.1. Yatırım

Ekonomik aktörler olarak bireylerin tüketimlerine yönelik karar verme süreçleri ve bu süreçte etkili olan faktörler, birçok disiplinin araştırma konusu olmuştur. Karar verme yetisi sayesinde gelecekteki üzerinde kontrol sahibi olan bireyler, kendileri için ‘daha iyi’ olanın kararını verirken bu karara yönelik amaçlar seti ile uyumlu davranış sergilerler (Bond ve diğerleri, 2008: 56). Bu amaçlar setinin tanımlanması ise karar verme sürecinde kritik öneme sahip bir aşama olarak görülmektedir. Nitekim karar verme sürecinde bireyin karşı karşıya bulunduğu çözümler ya da alternatifler kümesi de bu amaçlar seti doğrultusunda belirlenmektedir.

İstekleri, ilgileri ve amaçları doğrultusunda ekonomik bireyleri eylemde bulunmaya yönelten bir iktisadi davranış biçimi olarak tanımlanabilen *yatırım*, ekonomik bir faaliyet olarak İktisat, Finans disiplinleri; tüketici davranışı olarak ise Psikoloji, Davranış Bilimleri, Pazarlama gibi farklı disiplinler tarafından ele alınan bir konudur. Ekonomistler için yatırım, belli bir dönemde sermaye malları stokuna yapılan net ilaveler, yani üretim kapasitesi yaratmak amacıyla yapılan harcamalar; işletme bilimi açısından yatırım, fonların yatırıldığı ve kullanıldığı varlıklar; bireyler için yatırım ise gelir sağlamak ya da verim elde edebilmek amacıyla tasarrufların kullanılması ya da şimdiki tüketim ile gelecekteki tüketim arasında bir dengeleme aracı olarak tanımlanabilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 1). Bu bağlamda finansal yatırım, bir ekonomik birimin getiri elde etmek amacıyla elindeki parasını çeşitli finansal araçları alıp satma yönünde değerlendirmesidir (Afşar ve Afşar, 2010: 103).

Finansal sistem içinde faaliyet gösteren gerçek ve tüzel kişilerin temel amacı, sahip oldukları finansal varlıkların (hisse senedi, tahvil, bono vb.) toplam getirilerini, risk

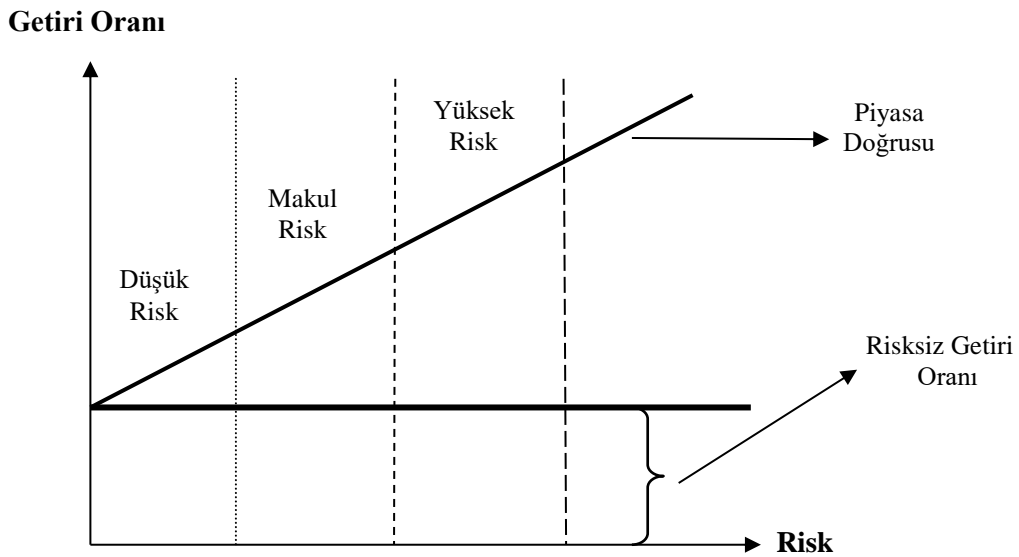
faktörünü de dikkate alarak mümkün olduğunca artırmaktır. Bu bağlamda getiri ve risk, finansal yatırım kararlarını belirleyen 2 önemli faktör olarak ortaya çıkmaktadır (Afşar ve Afşar, 2010: 110-113).

Getiri, belli bir dönem getirileri ile bu getirilerin gerçekleşme olasılıklarının çarpımının toplamıdır. Finansal sistem içinde menkul kıymetler gibi finansal araçlar üzerinden yatırım yapanlar, yatırım kararlarını geleceğe yönelik getiri beklentilerine göre verirler. Söz konusu getiri, bazen faiz geliri olabileceği gibi, bazen de kar payı ve menkul kıymetlerin fiyatlarındaki artışın neden olacağı (sermaye getirisi) değerlerdir.

Risk ise, finansal yatırımlar söz konusu olduğunda ileride oluşabilecek bazı olumsuzluklara bağlı olarak yatırımdan zarar etme olasılığı olarak tanımlanabilir. Başka bir tanımla risk, bir yatırımın beklenen getirisinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır.

Finansal piyasalarda beklenen getiri ile risk arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur. Yatırımın riskliliği arttıkça, o yatırım için beklenen getiri de o oranda artacaktır. Ancak bu durumda, beklenen yüksek getiriyi elde edememe, kaybetme (zarar) olasılığının da yüksek olması beklenmektedir. Risk ve getiri arasındaki ilişkiye gösteren grafik aşağıda gösterilmiştir.

Grafik 1: Risk - Getiri Grafiği



Kaynak: Özçam, 1997: 35'den aktaran: Sezer, 2013: 13

İnsanlar bazen gelirlerinden fazla ya da az harcama yaparlar. Kişisel ya da kurumsal gelirler ve gereksinimler aydan aya ya da yıldan yıla dalgalanır. Gelirlerin düşük olduğu zamanlarda gereksinimler fazla ya da gereksinimlerin az olduğu zamanlarda gelirler yüksek olabilir. Tasarruf yapmak ve bunun sonucu doğmuş olan ödünç kavramı, harcamaların gereksinimlere mümkün olduğunca yaklaştırılmasını sağlayan yollardır (Parasız, 2005: 37). Bu noktada yatırımın işlevi, tasarrufların bireyler ya da kurumlar tarafından etkin şekilde geri dönüşüm sağlayabilecek araçlarda kullanım fırsatı sunmasıdır.

1.1.1. Yatırım Çeşitleri

Yatırım kavramının farklı disiplinlerde farklı anlamlara sahip olması, yatırım çeşitleri konusunda da farklı sınıflandırmalara yol açmıştır. Bu çalışmanın amaçları doğrultusunda benimsenen yatırım sınıflaması ise, Charles D'Ambrosio'nun yaptığı (1) Ekonomik Yatırım, (2) Tüketici Yatırımı, (3) Finansal Yatırım sınıflamasıdır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 4-7).

1.1.1.1. Ekonomik Yatırım

Mal ve hizmet üretmek amacıyla yapılan sermaye yatırımlarına, yani sermaye malları stokuna yapılan net ilavelere ekonomik yatırım denir. Bir ülkede bir yılda elde edilen hasılanın (gayri safi milli hasıla, GSMH) bir kısmı tüketim harcamalarına giderken, diğer kısımları tasarruf amaçlı ayrılabilir. Bu tüketimde kullanılmayan ve tasarruf edilen kaynaklar, çeşitli şekillerde sermaye stokuna ilave edilmek suretiyle ekonomik yatırımları oluşturur.

Belirli bir dönem sonunda GSMH birikimi, dolayısıyla yatırıma ayrılan bölümü ve bunun alternatif yatırım fırsatları arasında dağılımı, bir ülkenin kalkınma hızını saptamaya yarar. Toplam birikim ve yatırım düzeyi ne kadar fazla olursa gelecekte GSMH de o oranda yüksek olacaktır.

1.1.1.2. Tüketici Yatırımı

Herhangi bir aracın yatırım olarak kabul edilebilmesi için, o araç üzerinden gelir sağlamak ya da sermaye kazancı elde etmek gerekir. Tüketiciler açısından yatırım, tasarruf

edilen fonların uzun vadede fayda ve/veya verimlilik sağlayacak araçlara bağlanmasıdır. Dayanıklı tüketim malları, kıymetli madenler bu araçlar arasında yer alır. Bir başka deyişle, bilinçli bir biçimde satın alınan, serveti artırma yolunda fonların bağlandığı dayanıklı tüketim malları, tüketim yatırımları olarak değerlendirilir.

Bu malların kullanma ömrü sonunda ekonomik değerlerini kaybedeceği, amortismandan sonra katkı sağlayabilecek herhangi bir değeri kalmayacağı düşünülür. Dolayısıyla yatırımdan çok tüketim harcamaları olarak kabul edilir. Bu tür yatırımlar sadece fayda yaratma özelliğinin yanında sermaye kazancı sağlama özelliğine de sahip olabilir. Örneğin satın alınan bir gayrimenkul, hem kullanarak fayda elde etmeye yararken aynı zamanda gelir getirebilir, servet artırabilir ya da başka yatırımlar için kullanılabilir. Aynı şekilde dayanıklı tüketim malı olarak satın alınacak bir otomobil, belli bir süre kullanıldıktan sonra değerinin yükselmesi nedeniyle sermaye kazancı sağlayabilir.

Alternatif yatırım araçlarının gelişmediği ortamlarda ya da finansal piyasalarda yatırım yapmak için yeterli bilgiye sahip olunmadığı durumlarda, tüketim yatırımları küçük yatırımcıların sıklıkla tercih ettiği bir yöntemdir.

1.1.1.3. Finansal Yatırım

GSMH'nin tüketimde kullanılmayıp tasarruf için ayrılan kısmı, gerek işletmeleri gerekse bireyleri yatırıma yönlendirmektedir. Gelir fazlası bulunanların ihtiyaç duymadıkları fonlarını ihtiyaç duyanların kullanması için arz etmeleri finansal pazarları ortaya çıkarmıştır. Bu pazarlarda kullanılacak fonların, ekonomik birimler arasında el değiştirmesine olanak sağlayacak araçlar ise finansal varlıkların doğmasına neden olmuştur. Çok sayıda küçük tasarruflara sahip bireylerin bir araya gelerek işletme kurmaları mümkün olmadığı için bu varlıkların daha verimli kullanılmaları karmaşık bir finansal sistemi gerektirir. Bu sistemde fon arz edenler ile fon talep edenlerin bir araya gelmesi finansal araçlar sayesinde gerçekleşir.

Finansal pazarlarda alınıp satılabilen hisse senedi (pay senedi), tahvil ve benzeri kıymetlere yapılan yatırımlara *finansal yatırım* denir. Finansal varlıkların karşılığında

toplanan fonlarla yeni bir fiziki birim yaratılabileceği gibi daha önceki bir yatırımı temsil eden finansal araçlar da fonlara karşılık olarak alınabilmektedir.

Türkiye’de sermaye piyasası, henüz istenilen seviyeye ulaşamamış olmasına rağmen tasarrufların değerlendirilebileceği, giderek çeşitlenen yatırım araçları mevcuttur. Sermaye piyasasının çeşitli alt piyasalarında menkul kıymetlerle ilgili gerçekleşen işlemlerin toplam hacmi giderek artmaktadır.

1.2. Yatırımcı Çeşitleri

Genel anlamda yatırımcı kavramı, incelendikleri kapsam dahilinde farklı sınıflandırmalara tabidir. Bu sınıflandırmalardan yazında en sık karşılaşılanları aşağıda sunulmuştur.

Piyasaya bakış açısına göre yatırımcı tipleri (Elmas, 2010: 7-8);

1. *Yükselen (boğa tipi) piyasa yatırımcısı*: Piyasanın yükseleceği beklentisine sahip iyimser yatırımcılardır. Piyasa yükselmeden pay senedi satın alıp fiyatlar yükselince satmayı hedeflerler.

2. *Alçalan (ayı tipi) piyasa yatırımcısı*: Piyasa hakkında düşüş beklentisi olan karamsar yatırımcı grubudur. Ellerindeki pay senedini, gelecekte düşük fiyattan geri alma beklentisiyle satarlar. Amaç, alış-satış arasındaki pozitif kardan faydalanmaktır.

3. *Trende önem vermeksizin sürü psikoloji ile hareket eden yatırımcı*: Piyasada oluşan alma ya da satma yoğunluğuna göre pozisyon alan yatırımcılardır. Borsada genel hareket alış yönündeyse, ellerindeki nakit ile pay senedi alma; genel hareket satış yönündeyse ellerindeki menkul kıymeti satma eğilimindedirler.

4. *Trende önem vermeksizin manipülasyon ağırlıklı işlem yapan yatırımcı*: Borsada manipülasyon, işlem gören pay senetlerine ilişkin olarak bilinçli şekilde yapay yollarla yatırımcıları yanlış yönlendirici izlenim uyandırmaya veya yanıltıcı bir piyasa oluşturmak amacıyla yapılan işlemlere denir (Yüce, 2012: 365). Manipülasyon, piyasada yüksek kazanç elde etmek amacıyla menkul kıymetin piyasa fiyatlarının yükseltilmesi, düşürülmesi veya belirli seviyede tutulması faaliyetlerini içerir (Karababa, 2001: 170’den aktaran: Yüce, 2012: 366).

Yaşadığı ülkeye göre yatırımcı tipleri;

1. *Yerli yatırımcı*: Söz konusu menkul kıymetin işlem gördüğü ülke vatandaşı olan yatırımcılardır. Bu yatırımcılar Türkiye dışında başka bir ülkede yaşıyor (yurtdışı yerleşik) olsalar bile yerli yatırımcı kategorisindedir. Dolayısıyla ayırım, vatandaşlık bazındadır.

2. *Yabancı yatırımcı*: Yabancı ülke vatandaşı olup Türkiye'deki söz konusu menkul değere yatırım yapan yatırımcılardır. Türkiye'de yaşayan yabancı ülke vatandaşları da bu gruba dahildir.

Risk karşısındaki tutum veya davranışına göre yatırımcı tipleri (Başoğlu, 2001'den aktaran: Anbar ve Eker, 2009: 131);

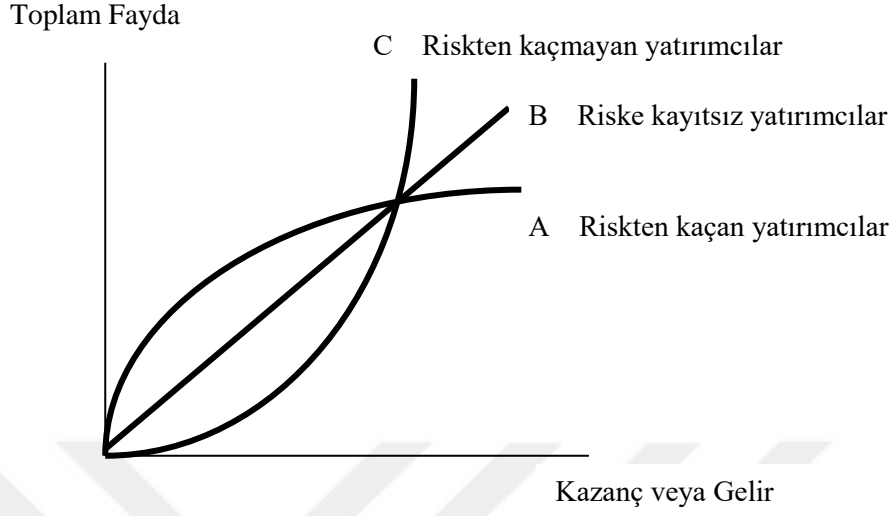
1. *Riskten kaçan yatırımcı*: Riski sevmezler risk almazlar. Dolayısıyla getirileri belli iki yatırım arasından daha az riskli olanı tercih ederler.

2. *Riske karşı kayıtsız yatırımcı*: Riskle ilgilenmez, hangi yatırımın seçileceğine önem vermezler. Bu tür yatırımcıların risk ve getiri arasında kayıtsız kaldıkları söylenebilir.

3. *Risk arayan (seven) yatırımcı*: Yatırımın faydası, yatırım yapmamanın beklenen faydasından daha büyüktür.

Finans teorisinde, yatırımcıların genel olarak 'riskten kaçan' oldukları varsayılır. Ancak bütün yatırımcıları tek bir kategoride varsaymak mümkün olmayacağından, her yatırımcının risk üstlenmede davranışının veya risk karşısındaki tutumunun farklı olduğunu söylemek daha doğrudur (Konuralp, 2001: 254'den aktaran: Anbar ve Eker, 2009: 131). Bu yatırımcı sınıflandırmasını gösteren grafik şu şekildedir;

Grafik 2: Risk Karşısında Yatırımcı Türleri



Kaynak: Anbar ve Eker, 2009: 131

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği¹ raporlarında belirtildiği şekilde;

1. *Gerçek Yatırımcı:* Bireysel yatırımcıları ifade eder.
2. *Tüzel Yatırımcı:* Aracı kurum, banka, holding, yatırım ortaklığı ile anonim ve limited şirketler için kullanılır.
3. *Fon:* Yatırım fonlarını ifade eder.
4. *Diğer:* Vakıflar, kooperatifler vb. kurumları kapsar.

Literatürde sıklıkla üstünde durulan bir diğer yatırımcı sınıflaması ise şöyledir (Elmas, 2010: 7-33);

1. *Bireysel yatırımcı:* Gelirlerinin tümünü harcamayıp tasarruf yapabilen ve tasarruflarını çeşitli yatırımlara dağıtarak bizzat yöneten bireylerdir. İşlem miktarları nispeten küçük olan, kendi nam ve hesaplarına yatırım yapan yatırımcılardır. Genellikle portföy yönetimine hobi olarak başlayıp profesyonel bir destek almadan ya da çok az destekle kendi fonlarını yönetmeye çalışırlar. Kurumsal yatırımcılar gibi profesyonelce hareket etmeleri oldukça zordur. Bireysel yatırımcıların, pazarı algılamaları, risk ve

¹ Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kurumları Birliği'nin adı 02/0472014 itibarıyla Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) olarak değişmiştir.

getiriye yönelik düşünceleri kurumsal yatırımcılardan oldukça farklıdır. Bireysel yatırımcıların sermaye piyasasında işlem yapabilmesi için, bir yatırım kuruluşu (aracı kuruluş) ile çalışmaları gerekmektedir, doğrudan işlem yapamazlar. *Gerçek yatırımcı* ya da *Özel yatırımcı* şeklinde de ifade edilmektedir.

Barak (2008: 29'dan aktaran: Saraç ve Kahyaoğlu, 2011: 139), yatırım hiyerarşisindeki temel birimin bireysel yatırımcı olduğunu belirtir. Bireysel yatırımcılar, bu çalışmada temel analiz birimini oluşturmaktadır.

2. *Kurumsal yatırımcı*: Finansal piyasa içinde, çeşitli fon fazlası veren birimlerden toplamış oldukları fonları, tasarruf sahipleri adına finansal piyasalarda değerlendirmek üzere kurulmuş olan kurumlardır. Bir başka deyişle, küçük yatırımcıların fonlarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak oluşturulan portföyleri yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlardır (Davis, 1996'dan aktaran: Doğanay, 2010: 21). Oluşturulan portföyleri, müşteri adına yönettiklerinden kontrol ve temsiliyet sorunu yaşanabilmektedir. Ayrıca tabi oldukları yasal ve işlemsel düzenlemeler bireysel yatırımcılardan oldukça farklıdır.

Kurumsal yatırımcılar arasında yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım bankaları, portföy yönetim şirketleri, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri vb. bulunur. Bu yatırımcı grubu risk, getiri, likidite, çeşitlendirme ve bilgiye değerlendirme bakımından farklılıklar gösterir.

Kurumsal yatırımcılar riski toplayarak, küçük yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların yerli finansal varlıkların yanı sıra uluslararası piyasalara açılması farklılaştırma sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarını kullandıklarından yüksek likidite sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi kabul etme ve işleme yeteneği bireysel yatırımcılardan daha yüksektir. Bununla birlikte bireysel yatırımcıların tercih edemeyebileceği yüksek risk ve yüksek getiriye sahip finansal varlıkları, kurumsal yatırımcıların uzun vadeli fon kaynaklarına sahip olması dolayısıyla bu tür finansal varlıkları portföylerinde tutabilmektedirler (Aras ve Müslümov, 2003'den aktaran: Doğanay, 2010: 22).

Bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılar arasındaki risk ve getiri algılaması arasındaki farklılıklar şöyle özetlenebilir (Karan, 2004: 699'den aktaran: Saraç ve Kahyaoğlu, 2011: 139);

- Kurumsal yatırımcı açısından risk, getirilerin standart sapması olarak değerlendirilirken, bireysel yatırımcı riski para kaybetmek ya da rahatsız edici birşey yapmak olarak tanımlamaktadır.
- Bireysel yatırımcıların çoğunda bilinmeyenden korkma özelliği vardır. Onlar bilmedikleri bir araçla ilgili olumsuz haberleri abartırlar.
- Bireysel yatırımcıların birçoğu daha önce zarar ettikleri bir senede ya da bir araca yatırım yapmaktan korkarlar.
- Bireysel yatırımcılar herkesin ilgilendiği popüler araçlara yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünürler.
- Bireysel yatırımcılar geçmişte olmuş risklerle gelecekteki potansiyel riskleri birbirine karıştırmak eğilimindedir.

Bu yatırımcı sınıflandırmalarına ek olarak, yazında yatırım ve yatırımcı üzerine yapılan çalışmalarda olduğu kadar resmi kurumların yayınlamış olduğu raporlarda, aktif yatırımcı ve potansiyel yatırımcı arasındaki farka da dikkat çekilmektedir. Buna göre;

1. *Aktif yatırımcı*: Finansal sistem içinde para ya da sermaye piyasasına bizzat ya da aracılar vasıtası ile yatırım yapan/yapmakta olan kişileri ifade eder.

2. *Potansiyel yatırımcı*: Potansiyel yatırımcıları belirleyen 2 unsur vardır (GfK, Sermaye Piyasası Algı ve Yatırım Potansiyeli Belirleme Araştırması, 2011);

- a) Daha önce finansal yatırım yapmış, şuan da yapmayan ancak önümüzdeki dönemde yapmayı düşünen,
- b) Bugüne kadar hiç yatırım yapmamış, önümüzdeki dönemde yapmayı düşünen bireyleri ifade eder.

Özellikle, Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul gibi finansal piyasa resmi kurumlarının, potansiyel yatırımcıları yakın gelecekte yatırıma çekmek üzere hazırlanmış bir dizi yayını mevcuttur (Borsa İstanbul, Çocuklar için Borsa - Borsayla Tanışma, t.y.). Ayrıca, yine aynı kurumlarca yatırımcı profili üzerine yayınlanmış yayınlarda belirtilen yatırımcı yaş grubunun 0-19 yaş aralığından başlıyor olması, potansiyel yatırımcı kategorisine verilen önem bakımından dikkat çekicidir (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Yatırımcı Profili Verileri, 2012).

1.3. İnsan Doğasına Yönelik Yaklaşımlar

1.3.1. Homo Economicus

Neo Klasik İktisat'ın temel varsayımını oluşturan 'homo economicus', yani ekonomik insan, sınırlı kaynaklar karşısında sınırsız ihtiyaçları olan, bilgiye ulaşımı sayesinde farklı alternatifleri değerlendirebilen, faydasını en çoklayıcı rasyonel insan modelidir (Kluver ve diğerleri, 2014: 151). İnsana yönelik bu bakış açısı, iktisadi faaliyetlerde faydasını maksimize etmeye çalışan kar odaklı insan; ahlak felsefesinde kendi menfaatlerini başkalarının menfaatleri üstünde gören bencil, hedonist birey; siyasi boyutuyla liberal demokrasi ve liberal devlet modelinden radikal totaliter teorilere kadar varabilen çeşitli anlayışları savunan vatandaş; buna karşılık başkalarının refahını düşünen varlık olarak alturist; toplumsal faydayı önemseyen varlık olarak ise faydacı birey olarak karşılık bulabilmektedir (Akyıldız, 2008: 30-31). Tüm bu bakış açılarının temelde dayandığı ortak nokta, davranışsal olarak farklı modeller sergilese de, düşünsel anlamda insanın rasyonel bir varlık olarak ele alınışdır.

Modern çağın ve aydınlanma çağının bir ürünü olarak karşımıza çıkan rasyonel insan modeli, 20. yy. yönetim teorileri ile de oldukça uyum göstermektedir. 1900'lü yılların ilk yarısında, gerek Taylor tarafından ortaya konan bilimsel yönetim ilkeleri, gerek Weber'in geliştirdiği bürokratik kontrol, gerekse Fayol'un yönetsel teorisi, tüketici karar modelinde rasyonellik, kişisel çıkarlar ve kar maksimizasyonu üzerine inşa edilmiş yaklaşımlardır. Aynı yüzyılın iş gücü, kitle üretimi, otomasyon ve insan-makine etkileşimi odaklı genel karakterine bakıldığında, rasyonel insan modelinin birçok yönetim felsefesine yansımış olması şaşırtıcı değildir (Kluver ve diğerleri, 2014: 151).

1.3.2. Homo Heuristicus

Türk Dil Kurumu Türkçe sözlüğündeki anlamıyla, "akla uygun, aklın kurallarına dayanan, ölçülü, ussal, hesaplı" olarak tanımlanan *rasyonel* sıfatının, bugünün özellikle post-modern üretim ve tüketim kalıpları içinde güçlenmiş olan 'prosumer' anlayışını (Odabaşı, 2012: 103-105) ne ölçüde yansıtabildiği tartışma konusudur. Benzer şekilde, insan doğasına yönelik olarak ortaya konan bu rasyonel insan modeli, zamanla gerek

psikoloji gerekse ekonomi bilimi araştırmacıları tarafından eleştiriler almıştır. Eleştirilerin temelinde, insanların her durumda beklenen şekilde davranmayabileceği, dolayısıyla karar modelinin bağlama (context) ynelik tanımlanması gerektiği (Thaler, 2000: 134) anlayışı yatmaktadır.

Karar alma sürecine ynelik getirilen bir diğer önemli yaklaşım, bireylerin bu süreçte hem bilişsel hem de psikolojik etmenlerin etkisinde olduğu, dolayısıyla tüm bu etmenlerin tekil ya da bütünsel olarak karar davranışını etkileyebileceğidir (Mousavi ve Gigerenzer, 2014). Buluşsal yöntem, kısa yol gibi isimler alan ve uluslararası literatürde *heuristics* olarak adlandırılan bu etmenler, insan davranışını standart, tek tip bir rasyonellikten uzaklaştırıp çok boyutlu ve daha karmaşık bir hale getirmektedir.

Homo heuristicus modeli, psikolojik olarak daha gerçeğci bir insan karar alma mekanizması ortaya koyması açısından önemli bir ilerlemedir. Daha sonraki süreçte insanın karar alma sürecinde baş vurduğu bu kısa yolların, aslında irrasyonel bir nitelik sergilemediği ve hatta kullanıldıkları kapsama bağlı olarak, finansal kararlar gibi olduğu karmaşık kararlarda sıklıkla kullanılan optimizasyon stratejilerinden bile daha iyi performans gösterdikleri ortaya konmuştur (Gigerenzer ve Selten, 2001; Hauser, 2014).

1.3.3. Homo Duplex

Fransız sosyolog Emile Durkheim tarafından benlik teorisi olarak geliştirilen Homo duplex modeli, Homo heuristicus modeline alternatif değil, onu daha da geliştiren bir model olarak ortaya çıkmaktadır (Kluver ve diğerleri, 2014: 153). Düalizm, birbirinden bağımsız iki prensibi tanımlamaktadır. Bir boyutta bu prensipler, dünyada var olan farklı elementler arası tezdadı (aydınlık/karanlık, sıcak/soğuk gibi) ifade ederken; diğer bir boyutta aynı prensipler, tezat olmanın da ötesinde bir çelişkiyi, çatışmayı ve karşıtlığı (iyi/kötü, yanlış/doğru, şeytan/melek gibi) belirtmektedir (Fish, 2013: 338).

Benzer bir anlamla insan doğasındaki tezdadın ifadesine ynelik geliştirilen homo duplex modeli, birbirine tam olarak zıt, ancak aynı zamanda etkileşim içinde olan iki benlik yönünü ifade etmektedir. Bunlardan biri doyumsuz, aę gözlü, bencil arzular ve istekler iken, diğeri ilk yönü sınırlar nitelikte olan, sosyal olarak gelişen ve insanın

erişebileceği normatif, kavramsal düşünce ve etik davranışlardır (Fish, 2013: 340; Shilling ve Mellor, 1998; 196).

Sonuç olarak, Homo duplex benlik modelinin, Homo heuristicus modelini geliştiren, bireyi sadece bilişsel ya da psikolojik faktörlerin etkisinden kurtarıp onu daha geniş bir sosyal çevre içinde tanımlayan, daha karmaşık, ancak bireye daha geniş bir kontrol ve güç alanı sunan bir model olduğunu söylemek mümkündür.

1.4. Temel Karar Verme Modelleri²

Genelde insan, özelde tüketici arzu, istek ve davranışları birçok faktörün etkisi altında şekillenir. En genel anlamda davranış,

$$B = f(P, E)$$

şeklinde ifade edilebilir. Buna göre insanın herhangi bir davranışı (B), onun kendisi (P) ve çevresi (E) ile etkileşiminin bir fonksiyonudur (Koç, 2013: 449). Tüketici davranışlarını, karar verme sürecini etkileyen faktörler arasında kültürel, sosyal, kişisel ve psikolojik faktörler bulunmaktadır. Kültürel faktörler arasında kültür, alt kültür, sosyal sınıf; sosyal faktörler arasında referans grupları, aile, arkadaş çevresi; kişisel faktörler arasında ekonomik durum, yaşam tarzı, meslek, kişilik; psikolojik faktörler arasında ise motivasyon, algı, inanç ve tutumlar sayılabilir. Bu faktörlerin her biri tüketici karar verme sürecinde değişen ağırlıklarda etkili olup, yazında tüketici davranışını açıklamaya yönelik değişik yaklaşımların oluşumuna temel oluştururlar. Bu yaklaşımlar, olgusal model, mantıksal ve kuramsal model olarak 3 grupta incelenebilir (Tek ve Özgül, 2013: 132-141).

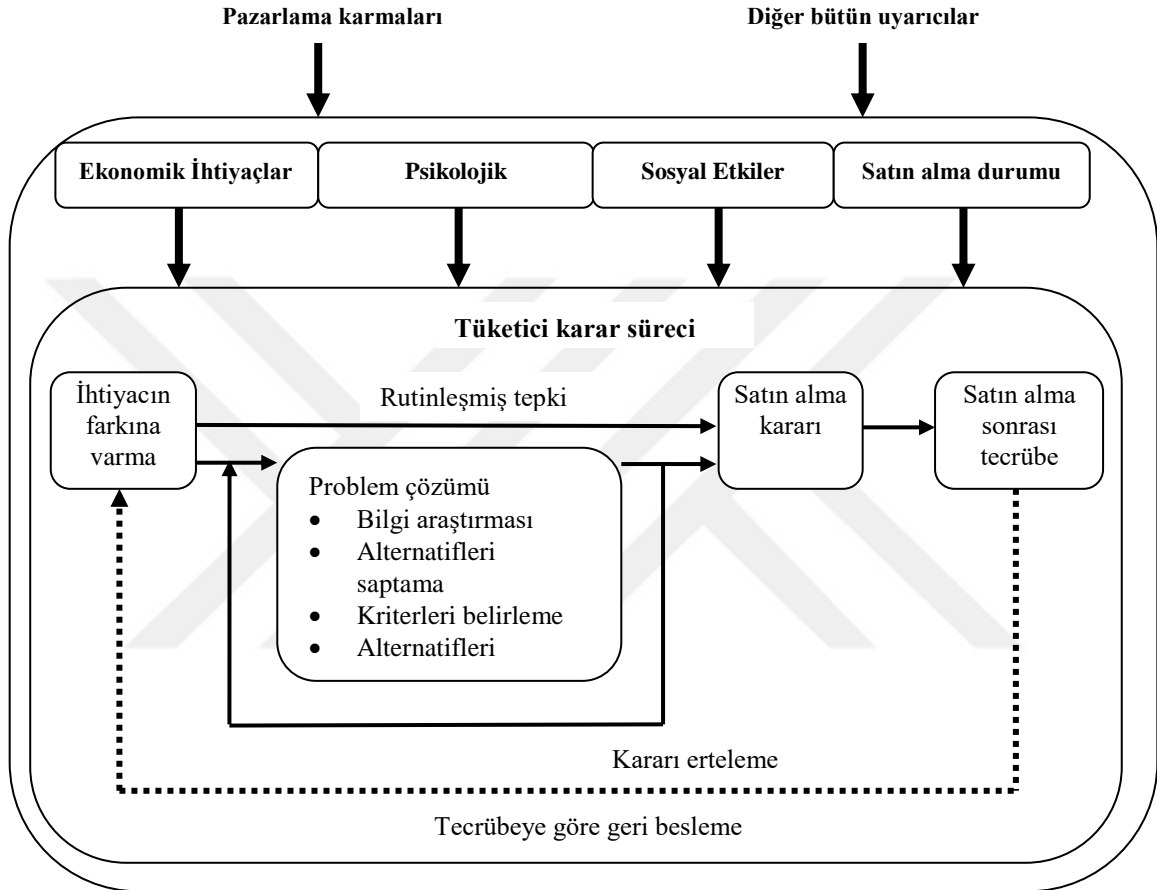
1.4.1. Olgusal Modele Göre Satın Alma

Tüketici karar verme süreci, tüketicinin bir ihtiyacın farkına varmasından satın alma sonrası tecrübeye kadarki uzun süreci kapsar. İhtiyacın hissedilmesi ile homeostatik dengesi bozulan tüketici, tatmin odaklı olduğundan, bu ihtiyacın giderilmesi ve denge

² Bu çalışmada tüketici karar modelleri, belli bir mal ya da hizmeti satın alma kararına yönelik kullanılmaktadır.

halinin geri kazanımı için hem bilişsel hem de davranışsal çaba sarf etmeye başlar. Sürecin grafik ile gösterimi aşağıda sunulmuştur;

Şekil 1: Tüketici Davranışı Üzerine Geliştirilmiş Bir Model



Kaynak: Önce, 2013: 130

Olgusal modelde görüldüğü üzere, çeşitli ekonomik, psikolojik, sosyal uyarıcılar ve satın alma durumunun etkisi sonucunda belli bir ihtiyacı fark eden tüketici, problemin çözümü için bilişsel ve davranışsal çaba sarfetmeye başlar. Bu aşama, ihtiyaç duyulan mal ya da hizmete yönelik bilgi araştırılması, alternatifleri saptama, kriterleri belirleme, alternatifleri değerlendirme ve bunlar arasından karar basamaklarını kapsar. Koç (2013: 449-450), sorun çözme aşamasında tüketicinin sorun çözme tiplerini 4 temel başlık altında incelemiştir;

Yoğun Çaba Sorun Çözme: Algılanan riskin fazla olduğu durumlar ve satın alınan ürünün tüketicinin benliği ve değerleri ile yakından ilgili olduğu durumlarda gerçekleşir. Tüketici olabildiğince fazla bilgi toplamaya, hemen hemen tüm alternatifleri değerlendirmeye ve sonuçta faydasını en çoklayıp muhtemel zararını ya da riskini en aza indirmeye çalışır. Genellikle az sıklıkla alınan, pahalı, çok bilgi istenen, yüksek risk taşıyan ve yüksek katılım gerektiren ürünler söz konusu olduğunda gerçekleşir. Ev, araba satın alma, yatırım yapma gibi eylemler yoğun çaba ile problem çözmeyi gerektirebilecek durumlardır.

Sınırlı Çaba ile Sorun Çözme: Yine bir problem çözme söz konusu olup, ilk durumdaki kadar bilişsel ve yoğun çaba gerektirmez. Satın alınan ürünle ilgili risk olsa da, tüketiciler çeşitli yöntemler ve stratejilerle (örneğin, en iyi markayı satın alma) satın alma sürecini kolaylaştırırlar. Önceki satın alma deneyimi bu süreci kolaylaştıran etmenlerdendir. Yılda bir kez satın alınan ürünler, mobilya, giysi bu gruba girer.

Rutin Çaba ile Sorun Çözme: Tüketici herhangi bir ihtiyacın tatmin etmenin belirli bir yolunu düzenli olarak seçtiğinde ortaya çıkar (Önce, 2013: 131). Çok fazla düşünmeden, sık sık, yeni bilgi toplama sürecine ihtiyaç duymadan, daha az risk taşıyan ürünlerin satın alınması ile ilgilidir. Ürünler pahalı olmayıp, düşük katılım gerektirir. Satın alma sonrası oluşabilecek memnuniyetsizlik, ilk 2 karar verme tipindeki kadar büyük değildir. Diş macunu, şampuan, ekmek, gazete vb. satın almalar bu gruba girer.

Tepkisel Satın Alma: Hiç düşünmeden, planlanmadan, tepkisel olarak yapılan satın almalarıdır. Tüketici ürüne gereksinim duymaz yani ürün onun için zaruri değildir ancak satın almaya karşı koyamaz, zorlanmış gibi bir dürtüyle davranışı gerçekleştirir; temelinde hedonistik fayda arayışı vardır; ya da suçluluk, pişmanlık gibi negatif duygularla da ilgili olabilir (Beaty ve Ferrell, 1998; Rook ve Gardner, 1993'den aktaran: Koç, 2013: 450).

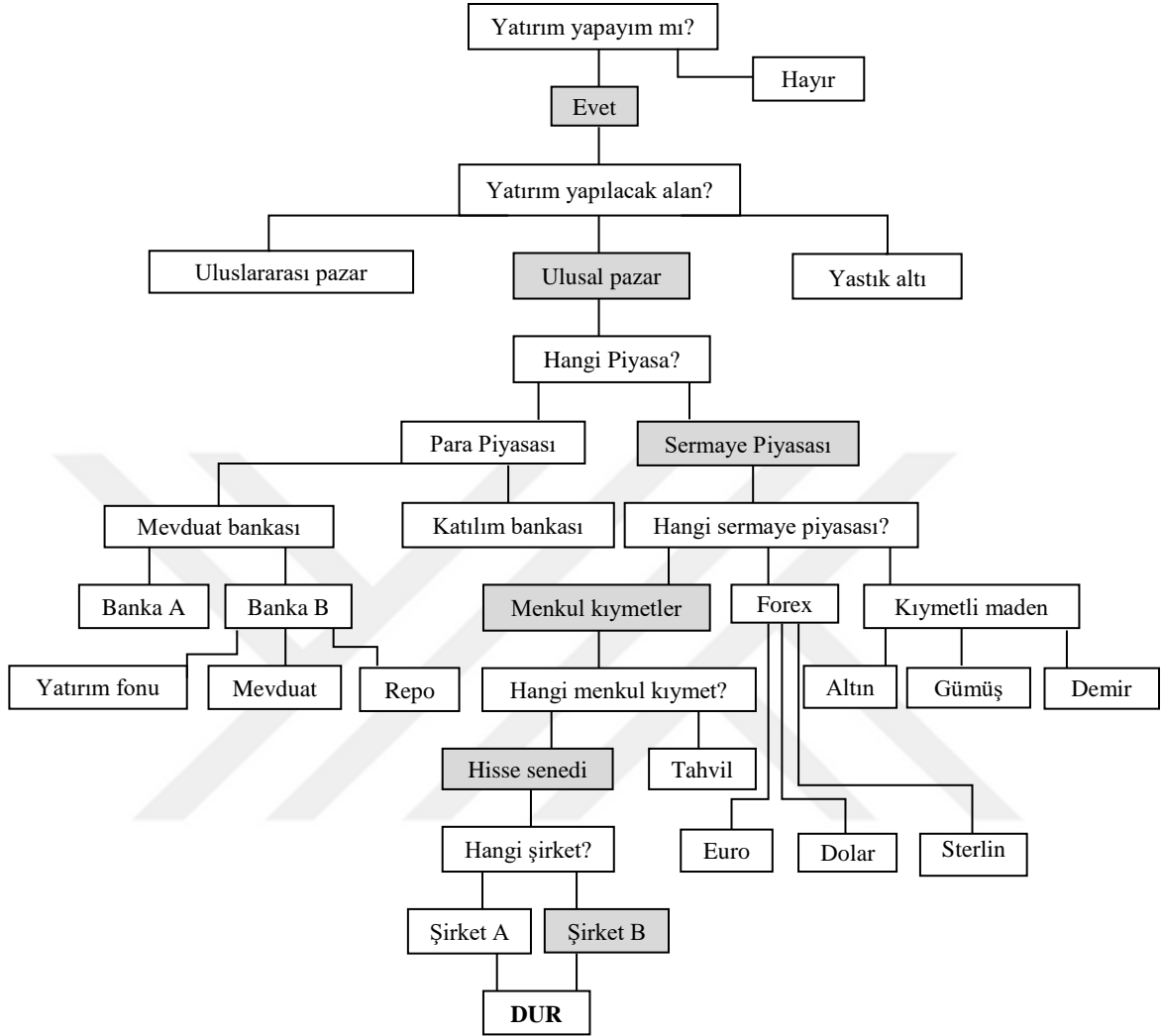
İhtiyaç duyulan ürüne göre beliren sorun çözme sürecinden sonra tüketici ya satın alma kararını erteler ya da satın alma kararı verir. Kararı erteleyen tüketici aynı ihtiyacı daha yoğun hissettiğinde ya da başka bir ihtiyaç hissettiğinde karar verme süreci tekrar başlar. Satın alma kararı veren tüketici, uygun fiziksel ve ekonomik şartlar altında/sağlanıyorsa, davranışını gerçekleştirir. Satın alma davranışı süreci, satın alma

davranışı ile sonlanmayıp satın alma sonrası tecrübeyi de kapsar. İhtiyaç duyduğu ürünü satın alan tüketici, verdiği karardan tatmin olup memnuniyet duyabilir, bu durumda bir sonraki satın alma süreci olumlu etkilenmiş olur, yani tüketici yine aynı marka, ürün ya da işletmeyi tercih edebilir. Ancak satın alma süreci her zaman memnuniyetle sonuçlanmaz; davranışı ile ilgili olarak bilişsel pişmanlık hisseden tüketici, “(1) aldığı ürünü bir kenara koymak ya da iadeye çalışmak, (2) aldığı ürünün değerini onaylayacak bilgi ve destek arayışına girmek, ürünün değersizliğini ortaya koyacak bilgilerden kaçınmaya (yadsıma) çalışmak, aldığı ürünü başkalarına övmek” gibi tepkiler verebilir (Tek ve Özgül, 2013: 135).

1.4.2. Mantıksal Modele Göre Satın Alma

Tüketicinin satın alma karar sürecinde, lineer olarak aldığı kararların sırasını ve tipini göstermeye yarayan modellerdir. Gerçek ya da potansiyel alıcılara, bir ürün ya da hizmet satın alırken karşılaştıkları ya da karşılaşılabilecekleri karar aşamaları ve tipleri sorularak, o ürün ya da hizmetle ilgili mantıksal karar örgüleri ya da şemaları oluşturulur. Mantıksal modeller, olgusal modellerde olduğu gibi, satın alma önce-sırası-sonraki aşamalarındaki bilişsel ya da davranışsal adımları sebep-sonuç ilişkisi içinde açıklamayıp sadece tek bir olay üzerinden adım adım hareket ederler. Bu modellerde satın alma yapacak olan kişi, bir problem çözücü olarak görülür ve ürün/hizmet tipi, çeşitleri, markaları, miktarı, yeri, fiyatı vb. konularda karar alabilmesi beklenir. Bu çalışma kapsamında, yatırım kararı verecek olan bir tüketicinin olası bir mantıksal karar şeması aşağıda gösterilmiştir;

Şekil 2: Yatırım Karar Sürecine Yönelik Mantıksal Model



1.4.3. Kuramsal Modele Göre Satın Alma

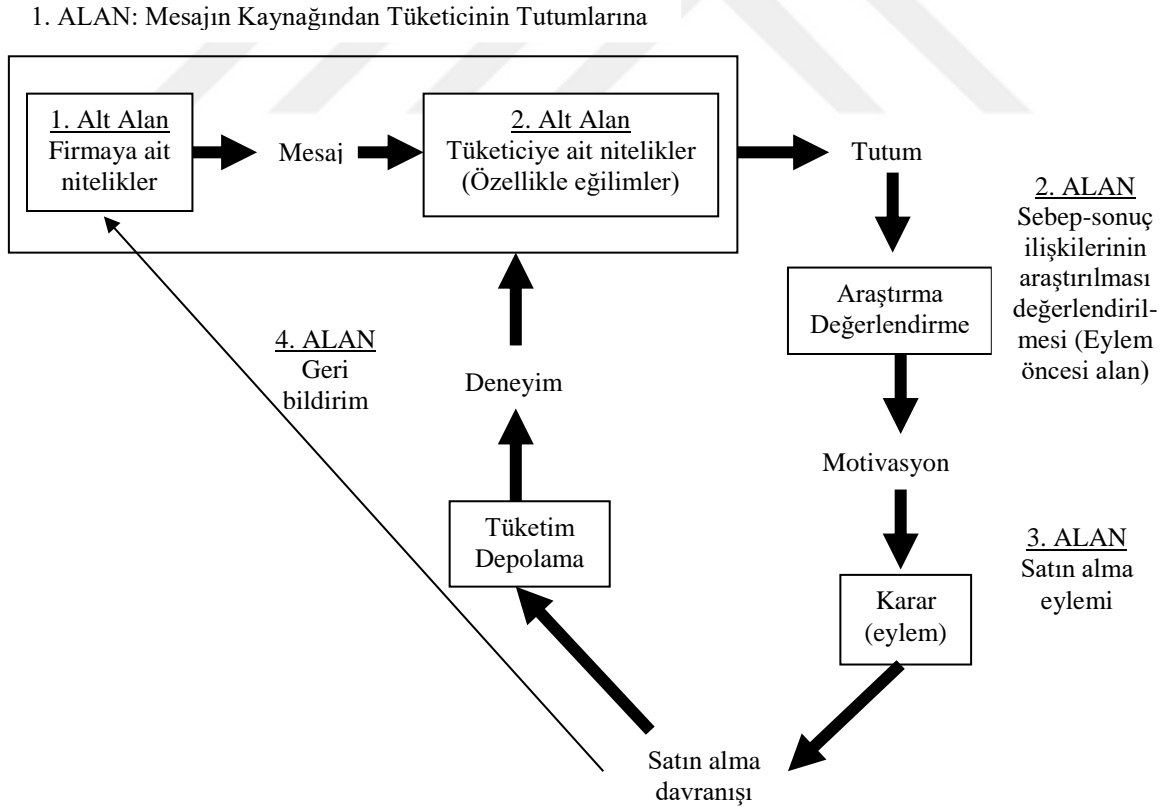
Oldukça çeşitli sayıda ve nitelikte faktörün etkisi altında olan tüketici satın alma davranışını öngörmek, pazarlamacılar için hayati olduğu kadar çok çaba gerektiren bir gerekliliktir. Buna yönelik yapılan birçok çalışmada tüketici davranışı belli bir formülle açıklanmaya çalışılmış ve bazı çok(lu) değişkenli modeller ortaya konmuştur. Modellerde tüketici davranışını etkilediği düşünülen değişkenler arasında, sosyo-kültürel faktörler, kişisel faktörler, pazarlama karması elemanları ve bunların farklı etkileşimleri vardır. Modellerin hepsi de tüketiciyi bir problem çözücü ve bilgi işlemci olarak görürler (Tek ve

Özgül, 2013: 137-138). Kuramsal modellerden en çok bilinenleri, Howard-Sheth Modeli, Engell-Kollat-Blackwell Modeli, Nicosia Modeli ve Andreasan Modeli'dir.

1.4.3.1. Nicosia Modeli

Francesco Nicosia (1968: 29-37) tarafından ortaya atılan model, birçok değişken ve bu değişkenlerin birbirleri arasındaki etkileşimlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkan tüketici davranışını, simülasyon teknikleriyle açıklamanın daha uygun olacağını savunur. Model, olgusal karar verme modellerine benzer şekilde, satın alma davranışının öncesi ve sonrası süreçlerini kapsamakta ve ayrıca matematiksel modellere bağlanabilir olma özelliğinden dolayı diğer kavramsal modellerden farklı bir özellik sergilemektedir. Model şu şekilde gösterilir;

Şekil 3: Nicosia Modeli



Kaynak: Nicosia, 1968: 32

Nicosia modeli, 4 temel alan üzerine kuruludur. 1. Alanda, ürün ya da hizmeti sağlayan işletme ile ilgili olan özellikler (ürün, medya, hedef kitle gibi - 1. Alt alan), tüketici ile ilgili özellikleri, özellikle tüketici eğilimlerini (2. Alt alan) etkiler. Bu etkileşim çıktısı, tutuma dönüşerek 2. Alanın girdisini oluşturur. 2. Alan, bilgi arama ve ayrıntılı değerlendirme aşaması olup tüketici henüz davranışa geçmemiştir. Bu aşamada 2 tür bilgi arayışı söz konusudur; içsel bilgi arayışı, tüketicide bilinçli ya da bilinçsiz, ürünle ilgili bilgilerin ve çağrışımların oluşmasıdır; dışsal bilgi arayışı ise çevreden edinilen (firma, rakipler vb.) bilgileri kapsar. Bu arama sonucu tüketicide zaten var olan istekler güdülenerek motivasyona dönüşür. Motivasyon çıktısı, bir sonraki 3. Alanın yani satın alma davranışının girdisini teşkil eder. Bu aşamada oluşan satın alma davranışı, ürünün kolay bulunabilir olması, stokta olması, ulaşılabilir olması gibi birçok faktörden etkilenir. Eğer uygun faktörler mevcutsa, satın alınan ürünün depolanması ya da tüketimi süreçleri başlar. Bu süreçler 4. Alana işaret eden geri bildirim oluşturur. Tüketim sonrası ürüne yönelik kazanılan deneyim ise tekrar 1. Alana girdi oluşturmak suretiyle bütün mekanizma başka bir ürün ya da hizmet için tekrar başlatılmış olur. Başka bir ifadeyle, davranış olumlu deneyim ile sonuçlanmışsa aynı ürün, marka ya da firmadan satın almanın devamı söz konusuysa, deneyim olumsuz ise, süreç sona erip başka bir firma, ürün, marka için tekrar başlar.

1.4.3.2. Engel, Kollat, Blackwell Modeli

James F. Engel, David F. Kollat ve Roger D. Blackwell tarafından 1968'de ortaya atılan model, tüketiciyi bilgi işleme sürecine dahil etmekte karar verici, sorun çözücü gibi roller yüklemektedir. Model, temel olarak 5 aşamadan oluşur;

- Problemin hissedilmesi ve ortaya çıkışı
- Problemin tanımlanması
- Araştırma
- Alternatifleri belirleme
- Seçme ve Sonuçları Değerlendirme

Tüketiciyi davranışa götüren süreç, bir ihtiyacın/problemin hissedilmesiyle başlar. Bu aşama aynı zamanda belli bir davranış göstermeye yönelik olarak tüketicinin maruz

kaldığı ve algıladığı tüm girdileri ifade eder. Bu girdilerden bazıları reklam, kişisel satış tanıtım faaliyetleri gibi işletmenin kontrolü altındaki etmenleri, bazıları ise eş, dost, arkadaş tavsiyesi, internet kaynakları gibi işletme dışı etmenlerden oluşur (Tek ve Özgül, 2013: 139). İşletmenin bu aşamadaki başarısı, tüketicinin dikkatini çekmesi, işletme, ürün ya da markanın farkında olunması, çağrışım yapması, hatırlanması gibi etmenlere bağlıdır. Tüketicie ulaşan bu açık ya da örtük mesajlar, tüketicinin deneyimleri, beklentileri, tutumu, kişiliği gibi pek çok faktörün etkisi altında anlamlandırılır, yani tüketici problemi tanımlayabilir. Problemi tanımlayan tüketici, çözüm için çareler aramaya başlar, yani ürün çeşidi, marka, üretici firma arayışına girer. Bu aşamada, kişilik, yaşam biçimi gibi 'genel güdüleyici etkenler' ve kültürel normlar, değerler, grup etkisi gibi işselleştirilmiş çevresel faktörler gibi birçok etmen tüketicinin alternatif listesini oluşturmasına yardımcı olur. Bu uyarılar altında alternatifleri belirleyen tüketici, alternatifler arasından kendine en uygun olanı seçer ve satın alma davranışını gerçekleştirir. Tüketici davranışı sonucunda farklı derecelerde memnuniyet ya da memnuniyetsizlik ortaya çıkmakta ve tüketici, satın alma sonrası süreci bunlara göre değerlendirmektedir. Model aynı zamanda, tepkisel satın alma gibi beklenmedik durumların etkilerini de öngörmektedir (Koç, 2013: 464).

Daha sonraki birçok tüketici davranışı konusunda yapılan araştırmaya katkıda bulunmuş olan model, hangi olumlu ya da olumsuz şartların hangi sonuçları doğuracağına yönelik yeterli açıklamayı getirmediği gerekçesiyle eleştiriler almıştır.

1.4.3.3. Andreasan Modeli

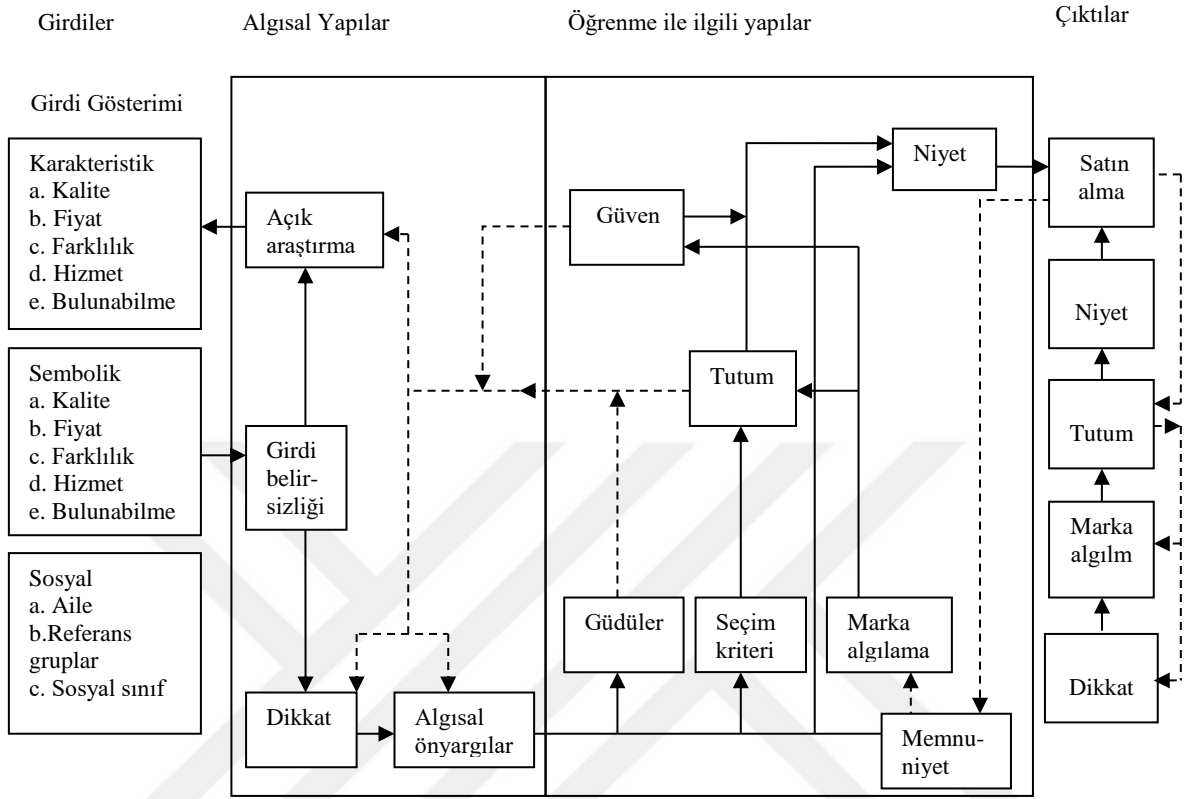
Alan R. Andreasan tarafından 1965'te geliştirilen model, satın alma davranışına, tutum oluşumları ve birçok sosyal psikoloji kavramları çerçevesinde açıklama getirmektedir. Yazara göre, tutum oluşturmanın temel dayanağı farklı türden bilgiye maruz kalmadır. Bu maruz kalma, tüketicinin isteği dahilinde ya da dışında gerçekleşebilir. Bu noktada gerçek bilgi ile insanların bilgiyi algılayış biçimleri arasında kesin bir fark olduğu belirtilir. Bu fark insanların, bilgiye maruz kaldıktan sonra onu algı filtrelerinden geçirmeleri ve öznel olarak şekillendirmelerinden kaynaklanır. Uyarının ortaya çıkışından satın alma davranışına kadar devam eden süreç 4 aşamadan oluşur; uyarın girdisi, algı ve filtreleme, eğilimlerde meydana gelen değişiklikler ve çeşitli muhtemel sonuçlar (Sumathi ve Saravanavel, 2003: 636).

Yazar, istenilen satın alma davranışının oluşturulması için pazarlamacıların 2 temel pazarlama stratejisi kullandıklarını belirtir. Bunlardan ilki olan pazar bölümlenme, varolan tüketici tutum ve davranışlarını, üreticinin ürün dizaynı, dağıtımını gibi etmenlere uydurmaya çalışır. İkinci strateji olan ürün farklılaştırma ise, belirli bir ürünü satın alması için tüketicinin tutum ve davranışını değiştirmeye çalışır. Görüldüğü üzere, Andreasan modelinde, tutum oluşturma ve değiştirme temel amaçlar olarak ortaya çıkmaktadır. Pazarlamacının asıl görevi, sunulan ürün ya da hizmete uygun olumlu tutumların oluşturulması olduğu kadar varolan olumsuz tutumların değiştirilmesi suretiyle istenilen davranışın ortaya çıkışını sağlamaktır.

1.4.3.4. Howard-Sheth Modeli

İlk olarak 1963'te John Howard tarafından ortaya atılan ve daha sonra Howard ve Sheth (1969) ve Howard ve Ostlund (1973) tarafından geliştirilen model, 'tüketici' davranışı değil 'satın alıcı' davranışı kapsamında ifade edilerek, modelin sadece nihai tüketici davranışını değil aynı zamanda endüstriyel tüketici davranışını da açıkladığı belirtilmiştir. Model ayrıca yetersiz bilgi ve kişisel kapasite durumunda, rasyonel satın alıcı davranışını açıklamaya yönelik geliştirilmiştir. Zamanla ortaya konan ilk modelde yazarlar tarafından bazı değişiklikler yapılmıştır. Basitleştirilmiş Howard-Sheth modeli aşağıda görülmektedir.

Şekil 4: Basitleştirilmiş Howard-Sheth Modeli



Not: Düz çizgiler bilgi akışını, kesik çizgiler ise geri bildirim etkilerini göstermektedir.

Kaynak: Howard ve Sheth, 1969: 30

Modelde belirtilen 4 temel unsur girdi değişkenleri (stimulus inputs), varsayımsal değişkenler (hypothetical constructs), çıktı değişkenleridir (output variables) ve dış değişkenlerdir (exogenous variables) (Allen, 1973: 126-147; Sahney, t.y.: 1-21).

1. *Girdi Değişkenleri:* Çevrede var olan uyarınları ifade eder. Uyarınlara, ürün, pazarlama değişkenleri, kalite, fiyat, ayırıcı özellikler, bulunabilirlik, hizmet gibi bilimsel ipuçları şeklinde bulunurlar. Bu ipuçları, Karakteristik, Sembolik ve Sosyal değişkenler olarak ayrılmakta, ilk iki değişken pazarlamacı tarafından kontrol edilebilirken, Sosyal değişkenler (referans grup, aile, sosyal sınıf) kontrol edilememektedir. Karakteristik değişkenler, pazarlamacının sağladığı bilgi dahilinde daha çok marka nitelikleri ile ilgilidir. Sembolik değişkenler, kişisel ve algısal olup, satın alıcının ürün ve bununla bağlantılı özellikleri nasıl algıladığı ile ilişkilidir. Reklam, promosyon gibi pazarlama karması elemanlarından yoğun olarak etkilenir. Sosyal değişkenler ise, ürünle ilgili olarak sosyal

çevreden gelen bilgileri kapsar. Dolayısıyla, aile, sosyal gruplar, hatta kültürün etkisi altındadır.

2. *Varsayımsal Değişkenler*: İki genel başlık altında incelenmiştir; Algı ile ilgili yapılar ve Öğrenme ile ilgili yapılar. Bu iki yapı grubu, Howard-Sheth modelinin merkezini oluşturur ve satın alıcı karar sürecinde etkili olan psikolojik süreçleri ifade eder. Diğer değişkenlere kıyasla oldukça soyut özelliktedirler.

Algı ile ilgili yapılarda, girdi değişkenlerine maruz kalan satın alıcı, ihtiyacının yoğunluğuna ve bilgiyi almaya açık olup olmama durumuna göre, dikkat etmeye başlar. Yani gelen her bilgi, işleme sokulmayıp girdinin belirsizlik durumu ya da anlam eksikliği gibi durumlar bilginin kullanılmasında belirleyicidir. Yazarlar bu durumu, girdi belirsizliği (stimulus ambiguity) olarak nitelendirir. Bu karmaşanın, gelen bilgi ile ilgili araştırma yapma ihtiyacı doğurması durumunda, satın alıcı toplanan bilgileri kendi algısal önyargıları çerçevesinde değerlendirmeye başlar. Yani alınan bilginin işlenmesi, bireyin ihtiyaçları, değerleri, deneyimlerine bağlı olarak subjektif özellik gösterir.

Öğrenme ile ilgili yapılar ise, satın alıcının öğrenme, tutum, fikir oluşturma ve nihai kararını verme süreçleri ile bağlantılıdır. Tüketici motivasyonu, yani satın alma ile ulaşmayı hedeflediği kazanımlar doğrultusunda tutumların oluşması, satın alma niyetinin oluşması, marka algı seti, karar verme ve seçim yapma ve sonucunda duyulan memnuniyet aşamalarından oluşur. Marka algı seti, alıcının zihninde varolan tercih listesidir. Bu tercih arasından belli bir markanın seçimi, alıcının farklı durumlarda farklı markalara uyguladığı seçim kriterlerine bağlı olarak değişir. Bu kriterlere bağlı olarak tutum oluşur. Tutum, alıcının eğilimlerini, alternatif markalara karşı tercihini ve sevip sevmemesi durumunu ifade eder. Tutumları sonucunda belli bir ürün/markaya karşı güven duymaya başlayan alıcı, satın alma niyeti geliştirir. Niyet doğrultusunda satın alma davranışını gerçekleştiren alıcı, satın alma öncesi beklentilerin satın alma sonrası performansı karşılama durumuna göre, memnuniyet/memnuniyetsizlik hisleri duyar.

3. *Çıktı Değişkenleri*: Satın alıcının, girdi değişkenlerine maruz kalma ve bunları işleme süreci sonrasında geliştirdiği tepkileri ya da sonuçları ifade eder. Bu sonuçlar, dikkat, algılama, tutum, niyet ve satın alma aşamaları olarak hiyerarşik bir sırada ifade

edilir. Dikkat, uyarana maruz kalan alıcının almayı kabul ettiği bilgi seviyesidir. Algılama, alıcın işlediği bilgi miktarı ile ilgili olup bu bilgi ürün çeşidi/kategorisi, markası gibi niteliklerle ilgilidir. Tutum, alıcının ürün/marka hakkındaki değerlendirmesi sonucu oluşur. Niyet, satın alma eylemini yapıp yapmama ile ilgilidir. Satın alma davranışı ise, diğer 4 faktörün sonucu olarak ortaya çıkar. Nihai sonuçtur. Tüketici satın alma davranışının az çok döngüsel bir olay olduğunun altına çizen yazarlar (Howard ve Sheth, 1969: 392), bilgiyi depolayan tüketicilerin tekrar eden marka tercihi karar süreci yaşadıklarını belirtirler. Bir başka ifadeyle, satın alma davranışı sonunda ortaya çıkan memnuniyet durumu o ürün ya da markadan tekrar satın almayı sağlayabileceği gibi memnuniyetsizlik durumu üründen ya da markadan vazgeçilmesi sonucunu doğurabilir. Yazarların ifade ettiği bilişsel durum, daha sonraki çalışmalarla daha ayrıntılı ortaya konan marka sadakati durumudur.

4. *Dış Değişkenler*: Tüm bu değişkenleri ya da bazılarını, dolayısıyla nihai sonucu etkilediği düşünülen sabit değişkenlerdir. Çevresel Faktörler ya da İnhibitör olarak sınıflandırılan bu değişkenler, alıcı için, ürünün ihtiyacını karşılayacağını düşünse bile çevresel rahatsızlık yaratıcı durumlardır. Bunların arasında, satın alma davranışının birey için önemi, alıcının finansal durumu, zaman baskısı, kişilik özellikleri, sosyal ve organizasyonel yapı, sosyal sınıf, kültür sayılabilir. Yazarlar ayrıca, satın alma davranışını, yoğun problem çözme, sınırlı problem çözme ve rutin satın alma davranışı altında 3 grupta incelemişlerdir.

Howard-Sheth modeli, tüketici satın alma davranışına bilişsel (girdi değişkenleri), bilişsel (varsayımsal değişkenler), duygusal-davranışsal (çıkıtı değişkenleri), çevresel faktörler (dış değişkenler) gibi birçok değişkenin etkileşimi altında açıklama getiren, “o güne kadar geliştirilmiş en kapsamlı” modeldir (Allen, 1973: 11). Davranış üzerinde bu farklı yapıların bütünsel etkilerini açıklamak üzerine kurulu olan model, bu kapsamlı niteliği açısından diğer modellerden ayrılır. Ayrıca bugün marka değeri konusunda sıklıkla incelenen ‘sadakat’ değişkenini öngören ve vurgulayan ilk modellerdendir. Ancak, model bu yapıların karmaşıklığı, ölçülemezliği ve yeterince açıklayıcı olmadığı hususunda eleştiriler de almıştır. Sheth (1975: 9), birlikte geliştirdikleri modelin ilk kurucusu olarak Howard hakkındaki görüşlerini belirttiği makalesinde, modelin tek zayıf tarafının, tüketici marka tercihi davranışını açıklamada takındığı karar verme ve problem çözme yaklaşımı

olduğunu belirtir. Böyle bir yaklaşım, tüm tüketici tercihlerini iradi, bilişsel ve hatta rasyonel bir süreç olarak göstermekte ve bu da pazarlama stratejilerinin bu tercihleri beceriyle kullanması konusundaki etkinliğini azımsamaktadır.

Tüketici davranışlarını açıklamaya yönelik ortaya konmuş olan Nicosia, Engel, Kollat ve Blackwell ve Howard-Sheth modellerinin karşılaştırmalı bir analizini içeren tablo aşağıda sunulmuştur.

Tablo 1: Tüketici Davranışı Modellerinin Karşılaştırılması

Kriterler / Model	Nicosia	Howard - Sheth	Engel-Kollat-Blackwell
Resmi Kriterler			
1. İyi yapılandırılması	çok iyi	çok iyi	iyi
2. İçsel tutarlılığı	iyi - çok iyi	iyi - çok iyi	iyi
3. Bağımsızlığı	-	-	-
4. Gücü	iyi	iyi	iyi
Anlamsal Kriterler			
5. Dili iyi kullanması	iyi	orta - iyi	orta
6. Kavramsal bütünlüğü	iyi	orta	orta
7. Ampirik yorumlanabilmesi	iyi	iyi	orta
8. Temsiliyeti	orta - iyi	iyi	orta - iyi
Metodolojik Kriterler			
9. Yanlışlanabilirliği	zayıf - orta	orta	zayıf
10. Metodolojik basitliği	zayıf - orta	zayıf - orta	zayıf
Epistemolojik Kriterler			
11. Onaylanabilirliği	(test edilmemiş)	orta	(test edilmemiş)
12. Orijinalliği	iyi	iyi	orta
13. Dışsal tutarlılığı	orta - iyi	orta - iyi	orta - iyi
14. Birleştirici gücü	iyi - çok iyi	iyi - çok iyi	iyi
15. Keşifsel gücü	iyi	iyi - çok iyi	orta - iyi
16. Tutarlılığı [İstikrarı]	orta	orta	orta

Kaynak: Zaltman ve diğerleri (Holt, Rinehart & Winston, 1973): 122'den aktaran: Sheth, 1975: 8

Tüketicilerin karar alma davranışı süreci burada değinilen modeller dışında, farklı kaynaklarda açıklayıcı ya da klasik modeller olarak nitelendirilen modeller doğrultusunda da açıklanmaya çalışılmıştır. Bu modeller arasında Maslow'un İhtiyaçlar Hiyerarşisi, Marshall'ın Ekonomik Modeli, Fredian Model, Pavlovian Model ve Veblen'in Toplumsal-Ruhsal Modeli sayılabilir. Temel aldığı yaklaşım önemli olmaksızın, tüketici davranışını çözümlenmeye yönelik geliştirilen modellerin nihai amacı, satın alma davranışını önceden tahmin edebilme ve istenilen doğrultuda şekillendirebilme isteğidir. Bu çalışma kapsamında, açıklanan modeller arasında özellikle dikkat çekilmek istenen Howard-Sheth modelidir. Model, yazında oldukça fazla atıf almış, özellikle pazarlama araştırması disiplini tarafından, tüketiciler hakkında mikro seviyede bilgi sağlamadaki kapsamlı bakış açısı ile sıklıkla endüstriye adapte edilip uygulanmış ve politika yapıcılar ve araştırmacılar tarafından da kabul görmüştür (Sheth, 1975: 7).

1.5. Risk Durumlarında Karar Verme

Finansal kararlar, risk ve belirsizlik kavramlarının tüketiciler üzerinde en çok etkili olduğu karar türleri olarak dikkat çekmektedir. Özellikle yatırım kararları, içerdikleri yüksek risk seviyesi dolayısıyla diğer karar tiplerinden ayrılmaktadır (Dorn and Huberman, 2010). Ekonomist Frank Knight'in ekonomik risk ve belirsizlik kavramları arasında yaptığı ayırmadan sonra, bu kavramların davranışsal etkileri üzerine yoğun tartışmalar olmuştur. Buna göre, *belirsizlik* herhangi bir sayısal olasılık kapsamında ifade edilemez ve dolayısıyla ölçülemezken; *ekonomik risk*, ölçülebilen belirsizlik olarak tanımlanmaktadır (Ellsberg, 1961: 643). Finans yazınında yer alan başka bir risk tanımı ise, beklenen kazanç durumundan sapma olarak ifade edilmektedir (Duxbury ve Summers, 2004: 21). Ayrıca risk, bir unsur ya da tüm sistemin 'başarısızlığı' (istenmeyen performansı) ve bunun sonucunda ortaya çıkan hoş olmayan durumlar ile de karakterize edilmektedir.

Risk ve başarısızlık ya da kayıp arasındaki bu olumsuz ilişkilendirmeye karşın, yatırım kararları her zaman sistematik bir kaçınma davranışı içermemektedir (Ellsberg, 1961; Ghirardato ve diğerleri, 2004; Heath ve Tversky, 1991). Bunun sebepleri arasında, yatırım kararlarında kazanç etmeninin de farklı kapsamlarda farklı derecelerde etkili

olmasıdır³. Bazı çalışmalar yatırım kararlarında bireyin riske, kazançtan daha büyük önem attığı, diğer bazı çalışmalar ise risk kaygısının kazanç beklentisinin gölgesinde kaldığı üzerinde durmaktadır (Dorn ve Huberman, 2010).

Yüksek risk ve belirsizlik durumu ile karakterize edilen yatırım kararlarına yönelik birçok tüketici karar modeli geliştirilmiştir. Yatırım kararlarının daha çok bilgi temelli mi yoksa davranış temelli mi olduğu konusu ise, bugün bile devam eden bir tartışma konusudur (Kamesaka ve diğerleri, 2003; Shapira and Venezia, 2001). Bazı araştırmacılar (Bekçi ve Alkan, 2009; Cohen ve Kudryavtsev, 2012; Lu ve Chou, 2012), yatırım kararlarında teknik bilgi ve temel analizin önemini vurgularken, diğer bazı araştırmacılar (Barber ve Odean, 2008; Hong ve Stein, 2007) ise, yatırımcının bilişsel ve psikolojik durumunun, biyolojik özelliklerinin, sosyal çevresinin yatırım kararlarında direkt etkili olduğunun altını çizmektedir. Bu ikinci grup araştırmacıların üstünde önemle durduğu diğer bir nokta, yatırım kararlarında teknik analizlerin etkili olmasına rağmen, bunların yatırımcılar tarafından bireysel yani farklı yorumlanmasından ve yatırımcıların halka açık bilgiye farklı derecelerde erişim ve ilgileri/merakları olmasından dolayı, tek tip bir mekanizmadan söz etmenin olanaksız olduğudur.

Bu çalışmada, yatırım kararları gibi yoğun risk ve belirsizlik altında verilen kararlarda en çok etkili olduğu düşünülen ve sıklıkla incelenen iki teoriye değinilecektir.

1.5.1. Beklenen Fayda Teorisi (Expected Utility Theory)

Neo Klasik İktisat'ın farklı bilgi kaynaklarına hakim, alternatifleri değerlendirip arasından karar verebilme yetisine sahip ve her zaman faydasını en çoklayıcı yönde davranış sergileyen homo economicus modelinin, belirsizlik ve risk altında karar verme durumlarına yansımalarıdır (Aksoy ve Şahin, 2009). Optimal-karar merkezli kuralcı (normative) bir teori olan Beklenen Fayda Teorisi (BFT), aynı zamanda bireyin birbirinin aynı olan karar durumlarının hepsinde aynı kararı verdiğini varsayan deterministik bir yaklaşıma sahiptir (Blavatsky, 2007: 260)

³ Finansal kararlarda kayıp-kazanç durumlarının etkisi ve ağırlıklarına yönelik yazında oldukça fazla kaynak bulunmaktadır. Ancak bu konu çalışmanın amaçları arasında olmadığından derinlemesine değinilmeyecektir.

1738’de Daniel Bernoulli tarafından geliştirilen BFT, bir kumar oyununa girmek için mantıklı bir insanın ödemeye hazır olduğu para üzerine kurgulanan bir bulmaca hakkındadır (Starmer, 2000: 333-334). O dönemki beklenti, kişinin kumar oyunundan beklenen değere (value) kadar olan bir marjda para ödemesidir. Bernoulli, bu durumda birçok kişinin oldukça küçük bir miktar ödemeye razı olacağını farz ederek, kumar oyununun kişi için ‘değer’inin, oyundan beklenen parasal değere eşit olmadığı sonucuna varmıştır [Çünkü kişi kumar oynayarak daha çok kazanabilir]. Buna göre kişiler parasal kararlara, kendilerine göre öznel değerler – *faydalar (utility)* – atfederler ve böylece bir kumar oyununun değeri bu faydalar beklentisidir.

Beklenen Fayda Teorisi, zamanla çeşitli eleştiriler almıştır. Bu eleştiriler, şu konular altında sınıflanabilir (Briggs, 2015); (1) rasyonalite, bu teori ile çelişkili tercihler içerebilir. Dolayısıyla beklenen faydayı maksimize etmek, rasyonellik için *gerekli* olmayabilir; (2) BFT, irrasyonel tercihlere izin verebilir. Dolayısıyla beklenen faydayı maksimize etmek, rasyonellik için *yeterli* olmayabilir; (3) BFT, rasyonel olarak yasaklı tercihler gerektirebilir. Bu durum, beklenen faydanın, gereklilik ve yeterlilik şartlarına meydan okumaktadır.

BFT, ekonomi ve finans disiplinleri dışında, etik, din, epistemoloji gibi çeşitli bilimlerden de başvurulan bir teori olmuştur.

1.5.2. Beklenti Teorisi (Prospect Theory)

Belirsizlik altında karar verme durumlarında normatif bir bakış açısına sahip Beklenen Fayda Teorisi, zamanla yoğun eleştiriler almış ve tanımlayıcı (descriptive) özellik gösteren karar modelleri ile tamamlanmaya çalışılmıştır (Blavatsky, 2007: 260). Bu eleştirilerin temelinde bireylere yakıştırılan rasyonellik derecesinin, kapsama bağlı olarak değişebilecek olması yatmaktadır (Briggs, 2015; Thaler, 2000).

1979’da Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından geliştirilen Beklenti Teorisi (BT), bireyin kararlarını etkileyebilecek irrasyonel yapıdaki etmenleri de göz önünde bulundurarak karar verme davranışını daha gerçekçi bir temele oturtmaktadır. Klasik görüşü eleştiren ve Davranışsal İktisat ve Davranışsal Finans gibi yeni

yaklaşımların temel paradigmalardan olan bu görüş, sınırlı bilişsel yetenekleri olan insanın kararlarında aklın yanı sıra duygular, çevresel etmenler ve referans grupları gibi değişik faktörlerin etkisini vurgulamakta ve sınırlı rasyonalite ve hatta irrasyonel gerçeğinin altını çizmektedir (Barber ve Odean, 2000; Cohen ve diğerleri, 2002; Hirshleifer, 2001; Tversky ve Kahneman, 1973, 1974).

Kahneman ve Tversky (1974) tarafından yapılan çalışmada, katılımcılara sorulan problemlerde 2 ayrı durum sunulur ve aralarından seçim yapmaları istenir; (1) %50 olasılıkla 1000 İsrail poundu kazanma ve %50 olasılıkla hiçbir şey kazanamama durumu; (2) kesin olarak 450 İsrail poundu kazanma durumu⁴. Çalışma sonucunda, bireylerin kesin olarak görülen sonuçları, sadece olasılık olarak görülen sonuçlardan daha fazla değerledikleri tespit edilmiştir (certainty effect). Bu durum, kesin kazanç içeren kararlarda riskten kaçınma; kesin kayıp içeren durumlarda ise riske istekli olma durumunu ortaya koymaktadır. Ayrıca bireyler söz konusu olan tüm olasılıkların paylaştığı ortak unsurları göz ardı etme eğilimindedirler (isolation effect). Bu durum, aynı karar durumu farklı formlarda sunulduğunda birbirinden tutarsız tercihlere yol açmaktadır.

Çalışmada, kumar oyunu gibi nihai olarak kazanılması beklenen bir servet/varlık yerine kazanç ve kayıp durumu üzerinden yeni bir karar teorisi ortaya konmuş ve burada bireylerin, kazançları riske atmaya (kayıplara nazaran) daha az istekli olmak gibi irrasyonel bir eğilime sahip oldukları görülmüştür.

Özetle finansal karar durumlarında sınırlı rasyonalite gerçeğinin altını çizen teori, insanların karar verirken sadece yararını maksimize edici karar almadıklarını, bu süreçte bilişsel etmenlerin önemli etkisi olduğunu göstermesi açısından oldukça önemlidir.

1.6. Yatırım Yapma Davranışını Etkileyen Faktörler

Elde ettikleri gelirlerin hepsini tüketmeyip tasarruf amaçlı yatırıma yönlendiren ekonomik birimlerin bazı temel amaçları ya da beklentileri vardır. Bunlar arasında;

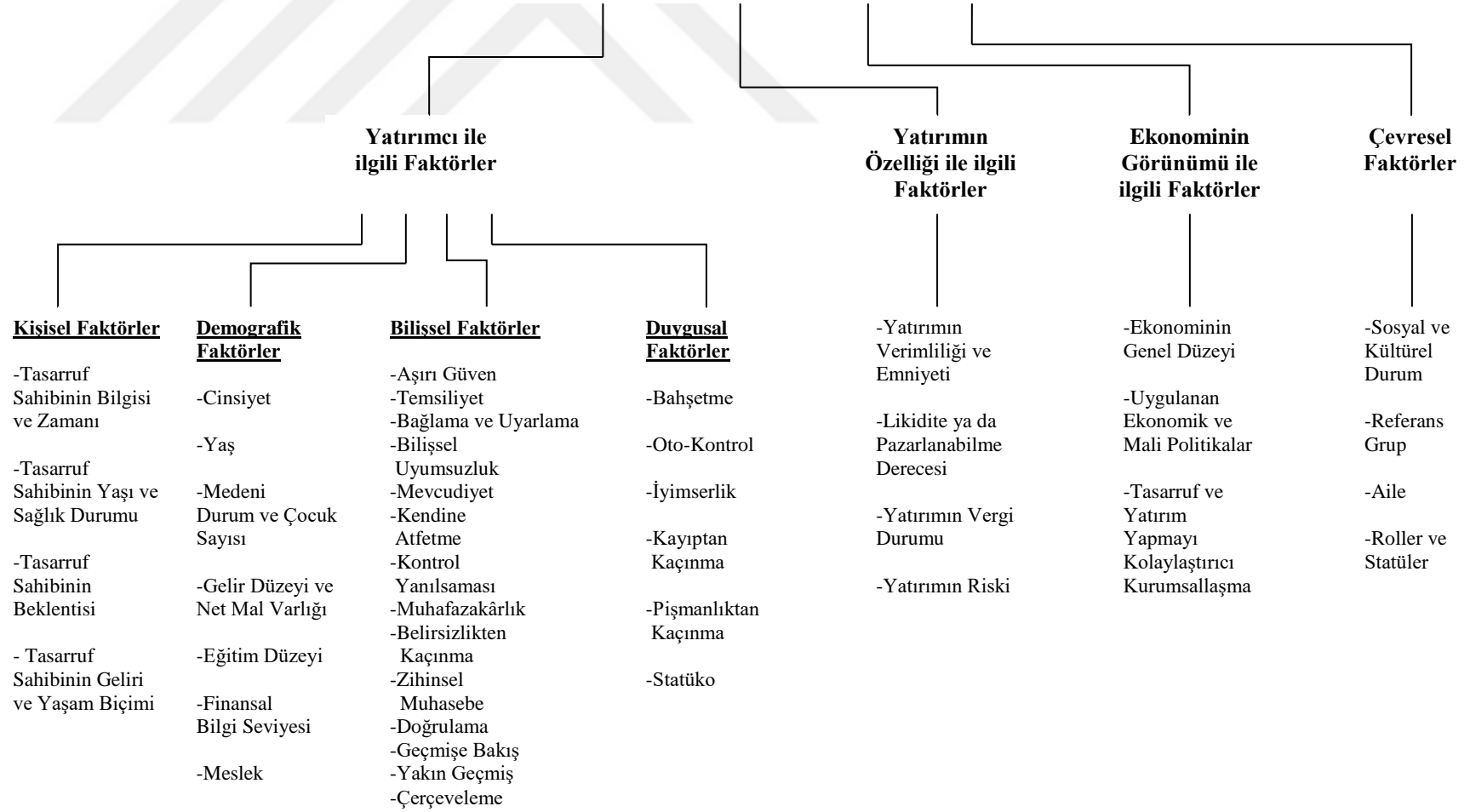
⁴ Dönemde, bir aile için ortalama aylık gelir 3000 İsrail poundudur.

- Yatırıma ayırdıkları gelirlerini ya da sermayelerini korumak: Özellikle enflasyonist ortamlarda, paranın satın alma gücünün zamanla azalması söz konusudur. Yatırımdan elde edilen gelirler ile öncelikli olarak bu kaybı önlemek hedeflenir.
- Yatırımdan devamlı ve belirli bir gelir elde etmek: Yatırılan paranın değerinin korunması yanında, buna ek olarak yatırımın verimli alanlarda değerlendirilmesi ile düzenli getiri sağlanması hedeflenir.
- Yatırımları üzerinden değer artışı sağlamak: Bazı yatırımlar, paranın değer kaybını önlemesi, düzenli gelir sağlaması yanında, elde edilen varlığın kendi değerindeki artış dolayısıyla yüksek verimlilik sağlar. Örneğin, bir pay senedinin sağladığı temettüleri ek olarak fiyatının artması ya da satın alınan bir gayrimenkulün zamanla değerlenmesi normal getiri beklentisinin üstünde gelir artışı sağlar.

Bu tür yatırımcı beklentileri daha çok rasyonel nitelikte olup bunların, gelirini maksimize etmek isteyen her yatırımcının amaçları arasında olması beklenir. Ancak yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadığı ve yatırım kararlarını verirken birçok faktörden etkilenmeleri sonucu rasyonellikten sapabilecekleri görülmüştür. Davranışsal Finans disiplininin temel yargılarından olan bu durum, yatırımcı kararlarının, psikoloji, tüketici davranışları, sosyoloji gibi farklı alanlarla işbirliği içinde incelenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Aşağıda yatırım yapma davranışını etkileyen faktörleri gösteren genel şekil sunulmuş olup takip eden bölümde her bir faktör ayrıntılarıyla incelenmiştir.

Şekil 5: Yatırım Yapma Davranışını Etkileyen Faktörler

Yatırım Yapma Davranışını Etkileyen Faktörler



1.6.1. Yatırımcı ile ilgili Faktörler

Yatırımcı ile ilgili faktörler; kişisel faktörler, psikolojik faktörler ve kişilik özellikleri alt başlıklarında incelenebilir (Usul ve diğerleri, 2002: 136-139).

1.6.1.1. Kişisel Faktörler

1.6.1.1.1. Tasarruf Sahibinin Bilgisi ve Zamanı

Bireylerin yatırım kararları, finansal alanda sahip oldukları bilgi seviyesi ile ilişkilidir. Yeterince bilgi sahibi olmayan birey, menkul kıymetlere yatırım yapmak istediğinde bunlarla ilgili bilgileri değerlendiremeyecek, bu da yatırım kararını olumsuz etkileyecek (yatırım yapmama) ya da bilgi istemeyen/çok az bilgi gerektiren alanlara yatırım yapmaya yönlendirecektir. 2014 yılı itibariyle, Türkiye Finansal Okuryazarlık Endeksi 100 üzerinden 59,8, Finansal Erişim Endeksi ise 39,17 olarak tespit edilmiştir (TEB ve Boğaziçi Üniversitesi, Türkiye Finansal Erişim ve Okuryazarlık Raporu, 2014). Endekslere göre avantajlı grubu, erkek, büyük şehirde yaşayan, yüksek seviyede eğitim, gelir ve sosyo-ekonomik statüye sahip, çoğunlukla işyeri sahipleri, yöneticiler ve serbest nitelikli uzmanlar oluşturmaktadır. Birçok gelişmiş ülke ile kıyaslandığında oldukça düşük tespit edilen finansal okuryazarlık ve erişim konularındaki bu eksiklik, ülke bazında tasarruflardan yeterince yararlanamama, sermayenin tabana yayılamaması, kayıt dışı ekonomi gibi birçok soruna zemin hazırlamaktadır. Diğer taraftan, yeterli bilgi seviyesine sahip ancak çeşitli sebeplerle yatırımlarını analiz edip değerlendirecek zamanı olmayan birey, çok teknik detay gerektirmeyen alanlara yatırım yapacak ya da yatırım kararlarında aracı kuruluşlardan yararlanacaktır.

1.6.1.1.2. Tasarruf Sahibinin Yaşı ve Sağlık Durumu

Yatırımın türü, vadesi, risk ve getiri durumu gibi faktörler açısından genç yatırımcılar ile ileriki yaşlardaki yatırımcılar arasında ciddi fark olabilir. Genç, sağlıklı bir yatırımcı daha uzun vadeli, riskli ancak getirisi yüksek yatırımları tercih ederken, orta yaş üstü, sağlık problemleri yaşayan yatırımcılar daha kısa vadede, daha az riskle getiri sağlayacak menkul kıymetleri seçebilir. Yatırım aracı seçimindeki bu farklılığın, iki yaş

grubu arasındaki şu farklılıklardan kaynaklandığı söylenebilir (Jagannathan ve Kocherlakota, 1996: 11-12);

- Genç yatırımcıların önünde düzenli gelir elde edebilecekleri uzun yıllar olması beklenirken orta yaş üstü yatırımcılar için bu sürenin daha az olduğu öngörülür.
- Genç yatırımcılar için orta yaş döneminde, aile kurma, ev, araba alma, çocukların okul masrafları gibi daha fazla sorumluluk söz konusudur. Bu da daha fazla getiri sağlayacak riskli yatırımlar konusunda onları cesaretlendirir. Orta yaş üstü yatırımcılar ise bu sorumluluk dönemini arkada bıraktıkları için yüksek risk-yüksek getiri ihtiyacı içine girmeyebilirler.
- Seçtikleri yatırım aracında herhangi bir kayıp yaşayan genç yatırımcılar, çalışarak bu kayıpları telafi edebilecekken, orta yaş üstü, özellikle emekli yatırımcıların bu imkanları kısıtlıdır.

1.6.1.1.3. Tasarruf Sahibinin Beklentisi

Psikoloji, sosyoloji, davranış bilimleri, ekonomi gibi birçok disiplinin sıklıkla incelediği beklenti kavramı, yatırım kararlarına önemli ölçüde etki ettiği düşünülen faktörlerdendir. Bireyleri yatırım yapmaya yönlendiren motivasyonel güç, yatırıma yönelik değişik beklentiler ile bunların ağırlıkları çarpımının bir fonksiyonu olarak değerlendirilebilir (Çal, 2015: 18). Örneğin, BIST 100 endeksinin yükselmesi yönünde bir beklenti; faiz oranlarının düşeceği, Dolar ve Euro kurlarının artacağı, ülke kredi değerlendirme notunun yükseleceği, risk priminin düşeceği vb. beklentileri ile ilişkili olabilir. Her bireyin beklentileri ve yatırıma etki ettiğini düşündüğü faktörler değerlendirmesi farklı olacağı için bu motivasyonel gücün farklı yoğunluklarda olması beklenir. Bu farklılık da, motivasyonun gerçek yatırım davranışı ile sonuçlanması ya da sonuçlanmamasını belirler. Yatırım kararlarında, bu çeşitli rasyonel beklentilerin yanında, yatırım yapmanın sosyal statü sağlaması, kendine güveni artırması, kendini gerçekleştirme gibi bir dizi rasyonel olmayan beklentilerin etkisi de söz konusudur.

1.6.1.1.4. Tasarruf Sahibinin Geliri ve Yaşam Biçimi

Bireyin yatırımdan beklentisi ve yatırıma ayıracağı fon miktarının belirlenmesinde gelir ve yaşam tarzı önemli rol oynar. Gelir düzeyi yüksek ve yaşam koşulları iyi olan bireyler ile daha dar bütçelerle yaşayan ve yaşam tarzlarını buna göre belirlemeleri gereken bireylerin yatırım kararları ve tercihleri arasında önemli farklar olması beklenir. İlk grup, daha uzun vadeli ve bununla orantılı daha riskli yatırımları seçerek - herhangi bir kaybın bütçeyi daha az etkilemesi bekleneceğinden - daha yüksek getiri elde etmeyi planlarken, ikinci grup böyle bir riski kabul edilir düzeyde bulmayabilir.

Ayrıca yatırımcının medeni durumu ya da bakmakla yükümlü olduğu kişi sayısı gibi faktörler de yatırım kararında etkilidir. Yalnız yaşayan bekar bir birey daha cesaretli davranabilecekken, evli ve çocukları olan bir birey, ailesinin geleceğini düşünerek daha sorumlu hareket edebilir.

1.6.1.2. Demografik Faktörler

Yatırım davranışına etki eden yatırımcı ile ilgili faktörler, demografik faktörlere bağlı olarak da değişmektedir. Bunlar arasında cinsiyet, yaş, medeni durum ve çocuk sayısı, gelir düzeyi ve net mal varlığı, eğitim düzeyi, finansal bilgi seviyesi ve meslek sayılabilir (Anbar ve Eker, 2009: 134-142).

1.6.1.2.1. Cinsiyet

Cinsiyet faktörünün, risk algısı ve dolayısıyla yatırım kararlarına etkisi üzerine yapılan çalışmalarda genel görüş, kadınların erkeklere oranla daha fazla risk algısına sahip olduğu yani daha düşük finansal risk toleransına sahip oldukları yönündedir.

Bu farklılığın değişik etmenlerden kaynaklandığı savunulmaktadır. Biyolojik ve psikolojik temelli birinci görüşe göre; kadınların anne olabilmesi, fiziksel olarak daha güçsüz oluşu, hormon yapıları (Olsen ve Cox, 2001: 30), daha ihtiyatlı ve tutucu olmaları (Harrant ve Vaillant, 2008: 396), kadınları daha az heyecan arayan ve daha güvenli alanlara yöneltmektedir. Sosyal ve kültürel temelli ikinci görüşe göre; ataerkil toplumlarda

kadınlar kendilerine daha az güvenme ve riskten kaçma eğilimindeyken (Olsen ve Cox, 2001: 30), erkeklerin risk alması gerektiği yönünde inanış mevcuttur (Grable ve Lytton, 1998: 68). Üçüncü görüşe göre; bu farklılık kadınların genellikle erkeklere oranla daha az mal varlığına sahip olma, daha düşük ücretle çalışma, düşük emeklilik primleri gibi sebeplerden kaynaklanır (Venter ve diğerleri, 2012: 794). Dördüncü görüşe göre ise; insan sermayesi ve finansal bilgi seviyesi ile risk algılaması arasında bir ilişki vardır ve kadınların daha düşük risk toleransına sahip olması, onların finansal bilgi seviyelerinin erkeklere göre daha düşük olmasına sebep olabilir (Dwyer ve diğerleri, 2002: 151; Venter ve diğerleri, 2012: 795).

1.6.1.2.2. Yaş

Kişiden kişiye değişmekle birlikte, yaş unsurunun risk toleransını azalttığı dolayısıyla daha genç yatırımcıların daha yüksek riskle yatırımlarını yönlendirdikleri düşünülmektedir (Bkz: Kişisel Faktörler - Tasarruf Sahibinin Yaşı ve Sağlık Durumu).

Portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları arasında, bir bireysel yatırımcının portföyündeki hisse senedi oranına ilişkin “100 – yatırımcının yaşı” şeklinde kabaca bir hesaplama yöntemi bulunmaktadır (Watson ve McNaughton, 2007: 54). Örneğin, 60 yaşında olan bir yatırımcının portföyünün %40’ı hisse senetlerinden oluşmalıdır (Anbar ve Eker, 2009: 136).

Ayrıca yaşlanmaya bağlı olarak hormonal değişimlerin de risk alma eğilimi üzerinde etkili olabileceği ifade edilmektedir (Hallahan ve diğerleri, 2004: 58).

1.6.1.2.3. Medeni Durum ve Çocuk Sayısı

Medeni durumun (bekar, evli, ayrı yaşayan, dul, boşanmış) yatırımcıların yatırım tercihlerindeki etkisi üzerine iki farklı görüş vardır. İlki, bekar kişilerin daha az sorumluluk ve daha fazla cesaret duygularıyla daha fazla risk alabildiklerine yöneliktir. Evliler ise, ailelerinin geleceklerini riske atmak konusunda daha tutucudurlar. Ayrıca, evlilerin bekarlara oranla sosyal riske karşı daha duyarlı oldukları görüşü vardır. Sosyal risk yatırımın kayıpla sonuçlanması sonucu kişinin sosyal itibar kaybetmesi riskidir. İkinci görüş, evliliğin dolayısıyla gelir artışının (çiftin her ikisinin de çalışması durumunda) bireyleri daha riskli yatırımlar yapma konusunda cesaretlendirebileceğidir.

Çocuk sayısı ve aile büyüklüğü konusunda ise farklı görüşler mevcuttur. Bazı çalışmalarda bakmakla yükümlü olunan kişi sayısı arttıkça, daha yüksek gelire ihtiyaç duyulacağından risk toleransının arttığı belirtilirken, diğerlerinde bu sayının artmasının sorumluluk ve ihtiyat duygularını besleyerek risk toleransını azalttığı tespit edilmiştir.

1.6.1.2.4. Gelir Düzeyi ve Net Mal Varlığı

Yazındaki genel görüş, kişilerin gelir düzeyi ve buna bağlı net mal varlıkları ile risk alma dereceleri arasında doğru orantı olduğudur. Burada geliri yüksek ve varlıklı kişiler, karşılaşılabilecekleri herhangi bir zarardan daha az etkilenip kaybedileni daha kolay telafi edebilecekken, daha düşük gelir düzeyinde daha az varlıklı kişilerin risk konusunda daha hassas olması beklenmektedir. Ancak, pratikte düşük gelir seviyesindeki bireylerin kaybedecek bir şeyleri olmadığı görüşüyle yüksek risk aldıkları da görülebilir ya da daha varlıklı bireyler durumlarını riske etmek istemeyebilirler. Eğer bir yatırımcı mal varlığı arttığı zaman daha riskli yatırımlar yapıyorsa riski sevdiği; yatırımlarının risk seviyesi değişmiyorsa riskten korunduğu; daha düşük riskli yatırımlar yapıyorsa riskten kaçındığı söylenebilir.

1.6.1.2.5. Eğitim Düzeyi

Genel görüş, eğitim düzeyi yüksek yatırımcıların daha fazla risk aldığı yönündedir. Eğitim seviyesinin genel olarak finansal bilgi düzeyini ve gelir seviyesini artıracığı düşünülecek olursa bunun yatırımda risk alma oranına katkı sağlayacağı açıktır. Ancak diğer faktörler gibi, pratikte bu sonucun alınmaması da söz konusu olabilir. Buradaki görüş ise, bilgi seviyesi ile riskler ve etkileri konusunda daha ehil olan yatırımcının, bu risklerin farkında olmayan daha eğitimsiz bir yatırımcıya oranla, bunlardan daha fazla kaçınmak isteyeceğidir.

1.6.1.2.6. Finansal Bilgi Seviyesi

Finansal bilgi seviyesi yüksek olan yatırımcının yatırım amaçları ve risk seviyeleri hakkında bilgi sahibi olması ve buna göre davranması beklenir. Tehlike gördüğü alanlarda

müdahale etme yeteneği olduğundan daha riskli kararlar alınabilir. Ayrıca bilgi, korku, Őüphe gibi olumsuz duyguları baskılayıp daha cesur kararlar alınmasını da sağlayabilir.

1.6.1.2.7. Meslek

Genel olarak, kendi iÇinde çalıŐanların, başkalarının yanında çalışanlara göre ve profesyonel meslek sahiplerinin, diğer alt meslek gruplarında veya vasıfsız iŐlerde çalışanlara göre daha yüksek finansal risk toleransına sahip oldukları, dolayısıyla daha riskli finansal yatırımları tercih edecekleri kabul edilmektedir. Buradaki temel güdü, kaybın daha kolay telafi edilebileceğidir.

Ancak meslek seçiminin, gelir seviyesi, finansal bilgi seviyesi ve sosyal statü ve hatta aile yapısı gibi değişkenler üzerinde belirleyici bir rolü olmasından dolayı, tüm bu değişkenlerin ortak etkisinin her zaman beklenen yönde olmayabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

1.6.1.3. Bilişsel Faktörler (Cognitive Bias)

Yatırım yapma davranışına etki eden bilişsel ve duygusal faktörler, Davranışsal Finans alanında yođunlaŐan farklı çalışmalarda önyargılar (bias), hevristikler (heuristics) ya da kısa yollar, inançlar (beliefs), yargılar (judgments) ya da tercihler (preferences) adı altında incelenmektedir. Bu çalışmada isimler herhangi bir karışıklığı önlemek adına İngilizce karşılıkları ile verilecektir.

Temel olarak yanlış muhakeme ya da akıl yürütmeden kaynaklanan bilişsel önyargılar, daha iyi bilgi ve tavsiye yoluyla düzeltilebilen önyargılardır (Pompian, 2006: 51-252).

1.6.1.3.1. AŞırı Güven (Overconfidence Bias)

En basit anlamıyla aşırı güven, bireyin sezgisel akıl yürütmesine, yargılarına ve bilişsel yeteneklerine temelsiz bir güven ve inanç beslemesi olarak özetlenebilir.

Birçok araştırma, yatırımcıların yatırım kararlarında aşırı güvenle hareket ettiklerini göstermiştir. Aşırı güven, yatırımcının portföyüne gelecek olası bir tehlikeyi görememesi, portföyünü yeterince çeşitlendirmemesi, hatalarını tekrarlaması gibi sonuçlar doğurabilir. Aşırı güvenli yatırımcılar ayrıca, bir yatırım aracına yönelik kendi değerlendirmesinin diğerlerinininkinden daha doğru olduğuna inanırlar.

Rasyonel yatırımcılar, sadece faydalarını artırdığı sürece alış satış yapar ve bilgi satın alırken, aşırı güvenli yatırımcılar bir yatırım aracına yönelik kendi değerlendirmesinin diğerlerinininkinden daha doğru olduğuna inanır, çok fazla işlem gerçekleştirerek toplam faydalarını azaltır ve yatırıma yönelik bilgi edinmek için gereğinden fazla kaynak israfı yaparlar.

1.6.1.3.2. Temsiliyet (Representativeness Bias)

İnsanlar yaşamları boyunca deneyimlerini anlamlandırmak için nesnelere ve düşünceleri sınıflandırma eğilimindedirler. Yeni karşılaşılan bir durumun zamanla oluşan bu sınıflandırmaya uymaması durumunda ise, kabaca bir benzetme yaparak yine de bu durumu 'uyduğunu düşündükleri' bir sınıfa dahil ederler. Böyle bir kavramsal çerçeve, yeni bilgiyi, geçmişte edinilmiş benzer deneyimlerle özdeşleştirmek için elverişli bir araç sunar. Bir anlamda insanların çevreleriyle uyum göstererek yaşamlarına devam edebilmeleri için kolay/çabuk bir tepki refleksi sağlar. Ancak gerçekte oldukça farklı olan, birbiri yerine kullanılmış ya da birbirini temsil eden bu durumlar, zamanla yerleşerek gelecekteki her benzer durumda bireyleri yanlışlara sürükleyebilir. Temsiliyette sıklıkla karşılaşılan diğer bir durum ise, yatırımcının bir yatırım aracına yönelik tahminini dayandırdığı örneklem verisini, tüm evreni temsil ediyor gibi düşünmesi ve genelleştirmesidir. Oysa büyük çerçeve çok daha farklı olabilir.

1.6.1.3.3. Bağlama ve Uyarlama (Anchoring and Adjustment Bias)

İnsanlar tam olarak bilinmeyen bir rakamsal değeri tahmin etmeye çalışırken, öncü, varsayılan bir değer – gemi çapası – düşünmeye başlar; daha sonra bu öncü değeri gerçek değere az çok uyarlayarak bir orta yol bulurlar. İnce ayarı yapılmış olan bu çapa, ardından son değer tahminine dönüşür. İki değer arasında kıyaslama yaparak göreceli bir değer

tahmin etme konusunda daha yetenekli olan bireyler, eğer bu kıyaslamaya olanak sağlayacak bir öncü değer yoksa bunu bir şekilde edinip – kaynağı belli olmayacak şekilde – referans olarak alırlar. Buradaki sorun, gemi çapası olarak isimlendirilen bu öncü, varsayımsal değer oldukça temelsiz oluşu ve bireyi yanlış sonuçlara yönlendirmesidir.

Bu tarz bir önyargı ile hareket eden yatırımcılar, gelişigüzel ve psikolojik bir fiyat seviyesi ya da endeksi olan ‘rakamlar’ belirlerler. Bir yatırım aracını alırken – satarken ya da piyasanın aşırı değerlenip değerlenmediğini yorumlarken bu rakamları baz alırlar. Bu yola özellikle, edinilmiş yeni bir bilginin var olan algıyı karmaşıklaştırdığı zamanlarda sıklıkla başvurulur.

1.6.1.3.4. Bilişsel Uyumsuzluk (Cognitive Dissonance Bias)

Yeni edinilmiş bilginin varolan bilgiyle çelişmesi durumunda insanlar zihinsel rahatsızlık hissederler. Bu psikolojik durum ‘bilişsel uyumsuzluk’ olarak adlandırılır. Bilişsel uyumsuzluğa konu olabilecek bilişsel öğeler tutum, duygu, inanç ya da değerler olabilir. İnsanlar bu farklı bilişsel öğeleri olabildiğince uyumlulaştırıp oluşmuş olan bu bilişsel uyumsuzluğu azaltmaya çalışırlar.

Örneğin, X şirketinin pay senedini satın almış olan bir yatırımcı, Y şirketinin pay senedinin daha çok getiri sağladığı bilgisiyle karşılaşınca davranışına yönelik bilişsel uyumsuzluk yaşamaya başlar. Ancak bu rahatsız edici durumdan bir an önce kurtulma eğiliminde olan birey, kendi tercihinin aslında daha karlı olduğuna, X şirketinin daha iyi getiri sağlayacağına, kendini ikna etmeye çalışır. Bir başka ifadeyle, psikolojik stabilitesi bozulan yatırımcı, denge haline dönmek için kendi kararını, her ne kadar yanlış olursa olsun, rasyonalize etmeye çalışır. Burada yatırımcının önünde 3 seçenek vardır; (1) inancını değiştirir; Y şirketinin daha iyi getiri sağlayacağına inanmaz, (2) davranışını değiştirir; X şirketinin pay senedini elden çıkarır, (3) davranış algısını değiştirir; X şirketinin pay senedini satarak aslında zarar etmediğini düşünür.

Bilişsel uyumsuzluk, yatırımcının alternatifler arasından tercih yapması gerektiğinde de ortaya çıkabilir. Böyle bir durumda, yatırımcı yapmış olduğu tercihe karşı bir bağ geliştirir ve bu bağ, bilişsel uyumsuzluk ihtimaline karşı elde tutulmuş olur.

Yatırımcı aynı zamanda, *seçici algı* ya da *seçici karar verme* gibi durumlara da başvurabilir.

1.6.1.3.5. Mevcudiyet (Availability Bias)

Bir durumun sonucunun ortaya çıkma olasılığını, bireyin zihninde zaten var olan – mevcut – benzer durum(lar)la kıyaslanarak kestirmeye dayanan bir kısa yoldur. Bu durumda kolay hatırlayabildikleri – zihinlerinden çağırabildikleri – olasılıkların ortaya çıkmasını, kolay hatırlayamadıkları ya da algılayamadıkları olasılıkların ortaya çıkmasından daha muhtemel görürler. Buna yönelik klasik bir örnek, insanlara köpek balığı saldırısının mı yoksa düşen uçak parçalarının mı daha fazla ölüme sebebiyet verdiği sorulsa, muhtemelen ilk seçeneği söyleyeceklerdir. Oysa gerçek durum, ikinci durumun daha çok ölüme yol açtığıdır. Bu durumda insanlar, köpek balığından daha fazla korkmaları ya da medyada daha çok bu tarz görüntü ve haberlere rastlamaları gibi sebeplerle bu bilgiyi daha çabuk zihinlerinden çağırıp bu cevabı verebilirler. Ya da köpek balığı saldırıyla ölen bir insanı hayal etmek, düşen uçak parçalarının altında kalarak ölen bir insanı hayal etmekten daha kolaydır. Yani, benzer bir bilginin hatırlanmasındaki kolaylık/rahatlık, bu bilginin istatistiksel doğruluğu ile doğru orantılı olarak düşünülür.

Benzer şekilde, yatırımcılar da yatırım kararlarında, rahat hatırlayabildikleri, kolay hayal edebildikleri, deneyimleri dahilinde olan bilgiler doğrultusunda risk algısı geliştirebilirler. Örneğin bir yatırımcıya, Türkiye ekonomisinin büyüme oranının düştüğü bilgisinin BIST100 endeksini olumlu mu, olumsuz mu etkileyebileceği sorulduğunda, muhtemelen olumsuz etkileyeceği cevabını verecektir. Ancak 10 Aralık 2014 tarihinde, Türkiye ekonomisi üçüncü çeyrek büyüme verisinin, beklentilerin (2.9 - 3.0) oldukça altında 1.7 oranında olduğunun açıklanmasının ardından, kısa süreli satışlarla 83.613'ü gören BIST100 endeksi, günü bir önceki (büyümenin daha olumlu beklendiği gün) kapanışa göre 599,04 puanlık yükselişle 84.126,33 puandan tamamlamıştır.⁵

⁵ <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1681987-bist-100-gunu-yukselisle-tamamladi>

1.6.1.3.6. Kendine Atfetme (Self-Attribution Bias)

Bireylerin, başarılarını kendilerine (yetenekleri, öngörülerini vb.), başarısızlıklarını ise dış etmenlere (kötü şans vb.) bağlama eğilimidir. İlk durumda kendilerini yükselten bireyler, ikinci durumda kendilerini koruma durumuna geçerler.

Kendine atfetme eğilimi, yatırımcıları iki şekilde etkileyebilir. İlki, yaptıkları hatanın farkında olmayan yatırımcılar, hatalarından ders almayarak sonraki yatırım kararlarında bunları tekrar ederler; ikincisi, istenilen bir durumla sonuçlandığında kendilerine aşırı güven geliştiren yatırımcılar, diğer faktörlerin etkisini görmezden gelerek yine yanlış kararlar verebilirler.

1.6.1.3.7. Kontrol Yanılsaması (Illusion of Control Bias)

Bireylerin, olayların sonuçlarını kontrol edebilecekleri ya da en azından etkileyebileceklerine yönelik bir inanç geliştirme eğilimlerine denir.

Böyle bir inanca sahip yatırımcı, sonucu lehine çevirebileceği düşüncesiyle fazla alış-satış yapabilir, her şeyin kontrolü altında olduğunu düşünerek portföyünü yeterince çeşitlendiremeyebilir, yatırımlarını kontrol altında tutma düşüncesiyle sınırlı emir ya da benzeri yollara başvurarak fırsatları kaçırabilir, kontrol yanılsaması aşırı güveni tetikleyebilir.

1.6.1.3.8. Muhafazakârlık (Conservatism Bias)

Bireylerin, yeni bilgi edinmek yerine var olan görüşlerine ya da tahminlerine bağlı kalma eğilimini tanımlayan zihinsel bir süreçtir.

Örneğin, bir şirket pay senedinin getirisiyle ilgili kötü bir haber alan yatırımcı, bir önceki ay aldığı daha olumlu bilgiyi baz almayı tercih ederek yeni bilgiye yeterince tepki vermeyebilir. Bu durumda yeterince proaktif davranmayan yatırımcı muhtemel bir zararla karşı karşıyadır. Ya da yatırımcı yeni bilgiye tepki verebilir ancak bu tepki önceki görüşe bağlı kalmak doğrultusunda yeterince çabuk olmayabilir. Muhafazakarlık, yeni bilgiyi

işleyerek doğru sonuçlar çıkarmayı zorlaştırabilir. Bu durumda önceki bilgiye güvenme daha kolay olduğundan sıklıkla tercih edilir.

1.6.1.3.9. Belirsizlikten Kaçınma (Ambiguity Aversion Bias)

Bireyler kesin olmayan, belirsizlik içeren durumlardan ve olaylardan sakınma eğilimindedirler. Bir başka deyişle, kesinlik – olumlu ya da olumsuz – bireylerin zihinsel olarak daha rahat hissetmelerine neden olur.

Böyle bir durumda, risk primine daha çok önem verecek olan yatırımcı, fiyatların gerçekten uzaklaşmasına, alım gücünün düşmesine vb. sonuçlara sebebiyet verebilir. Ayrıca belirsizlikten kaçma, yatırımcıları daha çok kendi ülke endekslerine yatırım yapıp bilmedikleri coğrafyalardan uzaklaşmalarına neden olabilir, bu da olası getiri fırsatlarının kaçmasına neden olur. Kendi işverenlerinin hisselerine, başka şirket hisselerinden daha çok güvenip tek hisseye yüklü yatırımlar yapma tehlikesi ile karşı karşıya kalabilirler.

1.6.1.3.10. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting Bias)

Bireylerin, sahip oldukları varlıklarını mübadelesi mümkün olmayan birçok zihinsel hesaba bölerek, ekonomik sonuçları kodlama, sınıflandırma ve değerlendirme eğilimidir. Bu durum, rasyonel olmayan bir şekilde varlıkların ait oldukları ya da kodlandıkları kategorilere göre değerlendirilmesi sonucunu doğurur. Örneğin bir miktar paranın değeri, onun elde edilme biçimine (çalışarak, miras kalarak, şans oyunlarından kazanarak) ve ya harcanma kaynağına (eğitim, eğlence, temel ihtiyaçlar) göre belirlenecektir.

Zihinsel muhasebe eğilimi, yatırımcıların yatırımlarını ya da yatırım gelirlerini belli kategorilere göre ayırmaları ve her birinin amacına göre değişik pozisyon almaları sonucunu doğurabilir. Örneğin, eğitime yönelik yatırımlar daha risksiz pozisyonda tutulurken, tatile yönelik yatırım riske edilebilir ya da eğitime yönelik yatırımın sadece faizi riske edilirken, tatile yönelik yatırımın anaparası riske edilebilir. Yatırımcı, daha zaruri olan yatırımını sabit getirili bir menkul kıymete yatırırken, daha keyfi olan yatırımıyla pay senedi almayı tercih edebilir. Buradaki ortak nokta, yatırımcının aslında

tek, belli bir değer ifade eden parasının bütününe mübadele edilebilir görmemesi ve rasyonel olmayan bir şekilde farklı değerlemeler yapmasıdır.

1.6.1.3.11. Doğrulama (Confirmation Bias)

Bireyin inançlarına, görüşlerine uygun olan/doğrulayan fikirleri değerli bulup, uygun olmayanları değerli bulmamasına yönelik uyguladığı bir seçici algılamadır. Örneğin, otomobil alma niyetinde olan bir kişi, televizyonda o akşam en fazla otomobil reklamları yayınlandığını düşünebilir; oysa durum kişinin bu reklamları diğerlerine oranla daha fazla algılamasından kaynaklı olabilir. Bu durum zamanla TV’de otomobil sektörü ağırlıklı reklamlar yapıldığı gibi bir genel yargı hatasına düşürebilir. Diğer bir deyişle, kişi inanmak istediğine inanır.

Doğrulama önyargısı, yatırımcıyı yatırımlarıyla ilgili kendi görüşlerini onaylayan bilgiler edinip görüşleriyle çelişen bilgilerden kaçınmaya sevk edebilir. Bu yatırımcılar farklı bilgi kaynaklarını eşit değerde görüp göz önüne almadıklarından portföylerini yeterince çeşitlendirmeyip muhtemel kayıplara açık hale gelirler.

1.6.1.3.12. Geçmiş Bakış (Hindsight Bias)

“Ben zaten biliyordum!” ifadesiyle özetlenebilen, bir olay yaşandıktan sonra sonucun tahmin edilebilir olduğuna – olmasa bile – yönelik önyargıdır. Bunun temel sebebi, gerçekleşmiş olan sonuçların, soyut, belirsiz sonuçlara oranla insan beyni tarafından daha kolay kabul edilmesidir. Bu yüzden insanlar kendi tahminlerinin doğruluğuna, başkalarınınkinin doğruluğundan daha fazla değer verebilirler. Bu önyargı, insanlar doğru tahminlerde bulunamaz anlamına gelmeyip, sadece bugünden geçmişe baktıklarında doğru tahminde bulduklarına inanabileceklerini ifade etmektedir.

Bu önyargı ile yatırımcılar olduklarından daha iyi tahmin yetenekleri olduğuna inanarak fazla risk almalarına neden olabilir. Günümüzde teknoloji patlaması bu duruma uygun zemini hazırlamaktadır. Bu durum yatırımcı kaybettiğinde bir utanç yaşamamak için başvurulduğunda, hatalardan ders almayarak tekrarlamak sonucunu doğurabilir. Bu yatırımcılar kaybettiklerinde, her durum onlar için öngörülebilir olduğundan, kendilerini

değil yatırım danışmanlarını suçlayabilirler; ya da tam tersi şekilde, kazandıklarında öngörülerini için yatırım danışmanlarına fazlaca değer atfedebilirler.

1.6.1.3.13. Yakın Geçmiş (Recency Bias)

Bireylerin yakın geçmişte olan olayları ve sonuçlarını, daha uzak geçmiştekilerden daha iyi hatırlama eğilimidir. Bu önyargıyla davranan yatırımcı, yakın zamanda olan hisse senedi iniş çıkışlarını değerlendirip, daha geçmişte olanları değerlendirme kriterleri içine almayacağından büyük resmi göremeyip zararlı sonuçlanan bir adım atabilir. Son zamanlarda iyi performans sergileyen pay senetlerini alıp “bu kez farklı” yanılgısı içine düşebilirler. Oysaki iyi bir portföyün, yeni-eski, az risk-çok risk, kısa vade-uzun vade vb. çeşitlendirmesi yapması beklenir.

1.6.1.3.14. Çerçeveleme (Framing Bias)

Karar alıcıların, çeşitli durumlara tepki verirken farklı davrandığını, bu davranışlarında söz konusu seçeneğin var olduğu şartların etkili olduğunu savunur. Bu eğilim, günlük yaşamda karşılaşılan problemleri ele alışlarında bireylere bir esneklik sağlayabilir.

Çerçeveleme etkisi, yatırımcıların yatırım davranışlarını etkileyen bir faktördür. Örneğin, risk toleransı konusundaki bir soru yatırımcıya ‘kazanç’ kapsamında sorulursa, riskten kaçan bir yatırımcının buna cevap vermesi beklenir. Eğer soru ‘kayıp’ kapsamında sorulursa, muhtemelen risk seven bir yatırımcı cevap verecektir. Yatırımın yapıldığı iyimserlik-kötümserlik durumu yatırım kararlarını etkileyebilir. Bu da getirilere dar bir çerçeveden bakmaya neden olabilir. Çerçeveleme ve kayıptan kaçınma birlikte etkili olarak yatırımcıyı gereğinden fazla riskten kaçınma durumuna götürüp yatırım fırsatlarını kaçırmamasını neden olabilir. Çerçeveleme etkisinin, yatırımcıya rasyonellikten uzak gelişigüzel değerlendirmelere ve sonuçlara sürükleyebileceği unutulmamalıdır.

1.6.1.4. Duygusal Faktörler

Bilişsel önyargılarda olduğu gibi bilinçli akıl yürütmeden değil, dürtü ya da seziden kaynaklanan duygusal önyargıların düzeltilmesi zordur. Duygusal faktörler altında şu başlıklar incelenebilir (Pompian, 2006: 51-252);

1.6.1.4.1. Bahşetme (Endowment Bias)

Bireylerin, sahip oldukları varlıklara, sahip olmadıklarına oranla daha fazla değer atfetmesidir. Bahşetme eğilimi, insanların bir eşya ya da obje için ödemeye istekli olduğu miktar, onu elden çıkarırken almaya istekli olduğu [kabul edeceği] miktara eşittir, diyen kasık ekonomik teoriyle çelişir. Psikologlar, sıklıkla bireylerin bir şeyi alırken ödeyecekleri fiyatın, o şeyi satarken almayı umdukları fiyattan daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, bireyin bir şeye sahip olması, bir nevi o şeye ek bir değer bahşeder. Böyle bir şeyin kaybı, eş değer başka bir şeyin kazanımından daha yoğun algılanabilir.

Bahşetme eğilimine sahip olan bir yatırımcı, sahip olduğu hisseleri daha değerli görüp iyi fırsat yakaladığında bile elinden çıkarmak istemeyebilir ya da ederinden çok daha fazla, gerçekçi olmayan bir fiyattan satmaya istekli olabilir.

1.6.1.4.2. Oto-Kontrol (Self-Control Bias)

Bireylerin gelecekte kazanma pahasına bugün tüketmelerine neden olan davranışsal bir eğilimdir. Bir başka deyişle, bireylerin erişemeyecekleri istekleri ile kendilerini disipline edip bu isteklere erişme yönünde davranışlar sergileyememe durumu arasındaki çatışmadır.

Yatırıma daha az önem verip tüketime yönelen yatırımcıların karşılaştıkları bir sorundur. Daha sonraki dönemlerde getiri açıklarını kapatmak için, fazla riskli portföyler oluşturup kısa zamanda fazla getiri elde etme eğilimindedirler. Bu tür yatırımcılar, 'bugün tüketme amacıyla' bugün gelir getiren yatırımları, gelecekte daha fazla getiri sağlayacak yatırımlara tercih edebilirler, bu da enflasyona bile direnemeyen yatırımlarla sonuçlanabilir.

1.6.1.4.3. İyimserlik (Optimism Bias)

Bireylerin, kendileriyle alakalı olan durumlara pozitif bakması, kendilerine kötü bir şey olmayacağı inancıdır. Benzer şekilde yatırımcılar da piyasa, ekonomi ve yatırımlarının getirileriyle ilgili iyimser beklenti içinde olup, kötü durumların ve kayıpların başkalarının başına geleceğini düşünebilirler. Böyle bir yatırımcı, başka şirketleri risk olarak gördüğünden tek bir şirket pay senedine yoğun şekilde yatırım yapma eğiliminde olabilir, enflasyon, işlem ücretleri, vergi gibi giderleri göz ardı ediyor olabilir, kendi yatırımlarına dönük iyi haberleri okuyor olabilirler ya da kendi durumlarının ortalamanın üstünde olduğu yanılgısına düşebilirler.

1.6.1.4.4. Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion Bias)

Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya atılan Beklenti Teorisi (Prospect Theory) kapsamında saptanmış bir durumdur. Buna göre, birey herhangi bir kayıptan kaçınmayı, herhangi bir kazanç elde etmeye tercih etme eğilimindedir. Birey aynı düzeyde bir kazanç ve kayıp arasında tercih yaparken, psikolojik olarak kayıp ihtimalini kazanç ihtimalinden daha yoğun olarak algılamaktadır.

Kayıptan kaçınma eğilimi, yatırımcının karlı olmayan yatırımlar yapmasını engelleyebilir, ya da yatırımcı bir menkul kıymetten kazanç elde ettiğinde bunu gereğinden fazla elde tutmak isteyebilir. Buradaki sorun, kayıptan kaçınma önyargısıyla düşüşte olan varlıkların bile elde tutulması ve potansiyel getiri alanlarından uzak durulmasıdır. Böyle bir yatırımcı, yine kayıptan kaçındığı için yükselişte olan varlıkları çabuk elden çıkararak, karlılıktan yeterince faydalanamamış olabilir. Çabuk alış-satıştaki işlem ücretleri yatırımcıya ayrıca külfet demektir.

1.6.1.4.5. Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Aversion Bias)

Bireylerin, atacakları adımlarda neyi seçerse seçsinler optimalden daha düşük olacak kaygısıyla kararlı davranışlar sergilemekten kaçınma eğilimidir. Zayıf kararların kötü sonuçlarının kendilerinde sebep olabileceği pişmanlık durumundan kurtulmak için bu yola başvururlar.

Bu durum yatırımcılarda, hatalarını kabul edip sonuçlarına katlanmaktan kaçınmak için kayıpta olan pozisyonlarını daha uzun süre elde tutma davranışı ile sonuçlanabilir. Kayıpla karşılaştıklarında değerinden düşük seyreden varlıklara yatırım yapıp kayıplarını telafi etmek yerine, pozisyonlarını korumayı ya da geri çekilmeyi tercih edebilirler. Sadece ‘iyi şirketlerin’ hisselerine yatırım yaparak diğer fırsatları öteleyebilirler. Aynı önyargı, kaybederim korkusuyla bireyleri finansal piyasalara yatırım yapmaktan alıkoyabilir. Sürü psikolojisinin de etkisiyle, sadece kendi kayıplarından değil başlarının kayıplarından da etkilenerek aynı pişmanlığı yaşamamak için yatırımdan uzak durabilirler.

1.6.1.4.6. Statüko (Status Quo Bias)

Bir dizi seçenek arasından tercih durumunda olan bireyin herhangi bir değişime neden olacak olanı değil, mevcut durumunu korumasını ya da sürdürmesini sağlayacak olanı tercih etme eğiliminde olmasıdır. Bu eğilimde olan bireyler, her şeyin aynı kalmasını isterler.

Statüko, yatırımcının herhangi bir eylemde bulunmasını önleyerek yatırımlarında getiri-risk prensibine uygun ayarlamalar yapmasını önleyebilir. Bu, yatırımcıların çok fazla riskli olan durumlarını korumaları ya da çok muhafazakâr şekilde yatırımlarını yönlendirmeleri anlamına gelebilir. Statüko, kayıptan kaçınma eğilimi ile birleşerek bireyi uzun vadede çok daha iyi getiri sağlayabilecek bir yatırım fırsatından, mevcut denge durumunu koruma pahasına alıkoyabilir. Yatırımcının duygusal bağ geliştirdiği, kendine daha yakın bulunduğu yatırımları elde tutmasına neden olabilir. Aynı kapsamda işlem ücretlerinden kaçındığı için portföyünü olduğu gibi tutma eğiliminde olan yatırımcı, potansiyel kazançlardan da faydalanamamış olur.

1.6.2. Yatırımın Özelliği ile ilgili Faktörler

Yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken yapmayı planladıkları yatırımın özelliklerini de dikkate alırlar. Bunlardan bazıları aşağıda verilmiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 23-50);

1.6.2.1. Yatırımın Verimliliği ve Emniyeti

Yatırımda bulunmadan önce fonların sahibi olan yatırımcı, bu fonları yatırım aracına bağladıktan sonra nakit fonlar yerine yatırım araçlarının sahibi durumuna geçer. Yatırımcı öncelikle bu araçlara yatırmış olduğu anaparanın, daha sonra ise bu anaparanın sağlamış olduğu getirinin verimliliği ve güvenliğini sağlamak ister. Verimliliği yüksek ve mümkün olduğunca az risk içeren araçlara yatırım, hemen her yatırımcının istediği durumdur. Yatırımcının tercih edeceği verimliliğin de gerçek verimlilik olması istenir. Enflasyon nedeniyle fiktif getiri sağlayan araçlar yatırımcısına kazandırmış gibi görünmesine rağmen gerçekte kaybettirir.

1.6.2.2. Likidite ya da Pazarlanabilme Derecesi

Yatırım için kullanılan finansal araçların paraya çevrilebilme derecesine *likidite* denir. Bu araçların, paraya çevrilirken piyasa değerinden bir miktar kaybediyorsa likidite derecesi düşük; önemsiz miktarda kaybediyorsa likidite derecesi yüksek; hiçbir değer kaybına uğramıyorsa tam likit bir yatırım enstrümanı olduğu söylenebilir.

Getiri ile likidite derecesi arasında ters orantı vardır. Likiditesi yüksek araçlardan elde edilen getiri azken, likiditeden vazgeçmenin karşılığı yüksek getiri oranıdır. Likiditenin önemi, özellikle değişen ekonomik koşullar altında yatırım aracının değiştirilmesine karar verildiğinde ortaya çıkar. Yatırımcı eldeki aracın likidite derecesi nedeniyle uğrayacağı kayıp ile yeni yatırım aracının getirisini kıyaslayarak karar verecektir. Daha sonradan ortaya çıkan daha uygun yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için yatırım araçlarının likidite derecesi yüksek olması beklenen bir durumdur. Bir başka deyişle, bir yatırım aracının likidite derecesi, onun yatırımcılar nezdinde pazarlanabilirliğinin göstergesidir. Türkiye pay senedi piyasasının likit bir piyasa örneği sergilemektedir.

1.6.2.3. Yatırımın Vergi Durumu

Vergi, gelir sağlamak için devlet tarafından yapılan hukuki düzenlemelerle alınan devlet geliridir. Daha geniş anlamıyla, “devletin yüklenmiş olduğu görevleri

gerçekleştirmek amacıyla, cebren karşılıksız olarak genellikle para biçiminde, egemenlik gücüne dayanarak gerçek ve tüzel kişilerden almış olduğu iktisadi değerlerdir” (Akdoğan, 1984’den aktaran: Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 28).

Gerek gerçek kişiler gerekse tüzel kişilerin yapmış oldukları yatırımlar vergiye tabidir. Farklı yatırımcı grupları için farklı oranlarda tahsil edilen vergi oranları, bir yatırım aracının toplam getirisini doğrudan etkiler. Vergiden sonraki getirinin fazla olmasını isteyen yatırımcının, vergi yolu ile getirisini en az azaltan yatırım aracını tercih etmesi beklenir. Yatırımcıların bu durumdan olumsuz etkilenmesini önlemek ya da bir yatırım aracının diğerlerine nazaran etkinliğini kaybetmesini engellemek adına, kanun koyucular dönem dönem vergi teşvik tedbirleri uygulamaktadırlar. Sermaye piyasasının arz yönü ile ilgili vergi uygulamaları, işlem gören menkul kıymetlerin çeşidinin ve miktarının artırılmasına yönelikken, talebe yönelik teşvik tedbirleri, fon fazlası bulunan ekonomik birimleri yatırıma yönlendirme amacı taşır. Son dönemde Türkiye sermaye piyasasında işlem gören yatırım araçlarının çeşitlendirilmesine yönelik ciddi adımlar atılmıştır.

1.6.2.4. Yatırımın Riski

Genel anlamda risk, kazanmadaki ya da kaybetmedeki belirsizlik derecesi olarak tanımlanabilir (Head, 1967’den aktaran Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 33). Belirsizlik daha çok sübjektif ihtimallerle ilgiliyken, risklilik durumu olayın gerçekleşmesine ilişkin objektif ihtimalleri kapsar. Bir yatırım aracının verimliliği, içerdiği belirsizlik ve risk durumları ile doğrudan ilgilidir. Her yatırım aracı belli derecede risk içermekte olup bu yatırım aracından sağlanacak getiri, bu riskin hesaplanması ve risk primi olarak geri dönmesine bağlıdır.

Her yatırımcının, eldeki fonları değerlendirirken karşılaşılabileceği iki tür risk vardır. Bu iki risk grubunun toplamı, yatırım aracının verimliliğindeki değişkenliğin derecesini belirtir;

1. *Sistemik Risk*: Bütün yatırım araçlarının genelini etkileyen ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarındaki değişmelerin getirdiği risklerdir. Ekonominin genel üretim seviyesinde, fiyatlar genel düzeyinde ve faiz oranlarındaki değişmelerden ortaya çıkıp

yatırım araçlarının verimliliklerini aynı yönde ancak değişik derecede etkileyen risk türüdür ve yok edilmesi mümkün değildir. Ekonominin geneline ait olup toplam riskin sabit kısmını meydana getirir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sistematik riskin, toplam risk içindeki payı, gelişmiş ülkelerden daha fazladır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 34). Bir finansal varlığın getirisi ile kendi sınıfındaki tüm finansal varlıkların getirileri arasında sistematik bir ilişki vardır. Bu riski minimize etmek için menkul kıymetlerden oluşan bir portföyde çeşitlendirme yapmak sistematik riski azaltmaz. Bu yüzden sistematik risk ‘çeşitlendirilmeyen risk’ olarak da ifade edilmektedir (Usta, 2008: 254).

Sistematik risk; piyasa (pazar) riski, faiz riski, enflasyon riski, kur riski ve politik risk başlıklarında incelenebilir.

2. Sistematik Olmayan Risk: Sermaye piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsız bir biçimde, her yatırım aracını aynı yönde etkilemeyen değişimlerden kaynaklı risklerdir. Sadece bir endüstri ya da firmaya ait risk olup yükselmesi halinde sistematik risk kaynaklarında değişme olmayabilir (Pringle, 1984’den alarak Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 41). Dolayısıyla bir firmadan diğerine ya da bir sektörden diğerine hatta aynı firma ve sektör içinde zamanla değişiklik gösterebilir. Her ekonomik birimin içinde bulunduğu şartlardan kaynaklanır ve her birime özel olarak hesaplanır. Sistematik riskin aksine, portföy çeşitlendirmesi gibi riskin kaynaklarında yapılan değişiklik ve düzenlemelerle sistematik olmayan risk kontrol edilebilir hatta ortadan tamamen kaldırılabilir. Bu yüzden bu tür risk ‘çeşitlendirilebilir risk’ olarak da adlandırılabilir.

Sistematik olmayan risk kaynakları; finansal risk, endüstri riski ve yönetim riski başlıklarında incelenebilir.

1.6.3. Ekonominin Görünümü ile İlgili Faktörler

Ekonomik birimlerin sahip olduğu fon fazlasının yatırıma aktarılması belli koşullardan etkilenmektedir. Bu koşulların en önemlileri arasında ekonominin gelişmişlik durumu bulunmaktadır. Ekonomik gelişmişlik sadece belli bir ülkede yatırım yapan ülke vatandaşlarını etkileyen bir faktör değildir. Günümüzde özellikle teknolojik yenilikler sonucunda sermayenin ülkelerarası taşınımı kolaylaşmış, yatırımlar bir ülkenin milli

sınırlarını aşmış durumdadır. Bu durum fonlarını başka ülkelerin yatırım araçlarına yönlendiren uluslararası yatırımcıların da ülke ekonomisinin şartlarından benzer şekilde etkilenmesi sonucunu doğurmuştur. Dolayısıyla uluslararası yatırım araçlarına yatırım yapılması, küresel konjonktürün yakından izlenmesi ve gerekli adımların gerekli zamanlarda atılmasını gerektirmektedir. Ayrıca aynı menkul kıymetin birkaç ülke piyasasında işlem görür hale gelmesi, finansal piyasalar arasındaki etkileşimi artırmış, bu da bir piyasada olan değişimin diğerlerinde de domino etkisi yaratabilmesi sonucunu doğurmuştur. Dünya genelinde finansal piyasaların birbirine olan bu bağımlılığı, belirsizlik ve risk oranlarını artırırken yatırımlar daha fazla teknik bilgi gerektirir olmuştur. Ekonominin görünümü ile ilgili göstergeler oldukça çeşitlilik göstermekte olup bu çalışmada aşağıdaki genel başlıklar altında ele alınacaktır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 15-23);

1.6.3.1. Ekonominin Genel Düzeyi

Ekonominin genel düzeyini ifade eden göstergelerde birkaçı, gayri safi milli hasıla (GSMH, toplam ve fert başına), milli gelir, harcanabilir gelir bulunur. Bireyler, elde ettikleri gelir ve bu gelirin enflasyon vb. etmenler sonucu kendilerine sağladığı gerçek değerle doğru orantılı olarak tasarruf oranlarını belirleyeceklerdir. Bir ülkede milli gelirin tüketilmeyen kısmı yani tasarruflar o ülkedeki yatırımların kaynağını oluşturur. Eğer ülke kullanılabilir gelirin üzerinde tüketimde bulunuyorsa ülke servetinin tükendiği ya da dışarıya borçlanarak tüketimin finanse edildiği görülür. Ülkedeki tüketim eğiliminin yüksek olması, tasarruf oranlarını azaltmakta bu da yatırıma yönlendirilecek fonları azaltarak ülke finansal sistemini dolayısıyla ekonomik büyüklüğünü etkilemektedir. Hatta finansal yapının ileri bir seviyede olması gelişmişliğin göstergelerinden biri olarak da kabul edilmektedir (Goldsmith, 1955'den aktaran: Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 18). Ülke içindeki bir takım teşvik edici unsurların, genel yatırım oranlarının artmasına yönelik payı oldukça büyüktür. Örneğin, bir ferdi yatırım aracı olan bireysel emeklilik sisteminin istenen seviyelere gelememesi sonucu, son dönemde ödemelere %25 devlet katkısı sunulması ve stopaj oranının kaldırılmasının, sisteme dahil olan yatırımcı sayısını ve niteliğini artırdığı bilinmektedir.

1.6.3.2. Uygulanan Ekonomik ve Mali Politikalar

Bir ülkenin iktisadi işleyişinde, niceliksel faktörler kadar niteliksel faktörler de önem taşır. Bu niteliksel faktörlerden olan ekonomik ve mali politikalar, bireylerin yatırım kararlarını vermelerinde etkili olurlar. İstikrar, ekonominin iyi gidişatı, beklentilerin olumlu yönde olması gibi etmenler yatırımcıları yatırım kararlarında daha uzun vadeli ve daha fazla risk içeren araçlara yönlendirirken uygulanan politikalarda sık sık değişiklikler yapılması, siyasi istikrarsızlık, belirsizlik, hukuk düzeninin sarsıntıda olması, devlet otoritesinde boşluklar yaşanması gibi etmenler ise yatırım kararlarının yönünü ve şeklini değiştiren özellik taşımaktadır.

Paranın değerinin kaybolmasına yol açan ve enflasyonist sonuçlara neden olan ekonomik ve mali politikalar paradan kaçışı teşvik eder. Yatırımcıların böyle durumlarda yatırım araçlarını değiştirmesi, örneğin pay senedine değil de banka mevduatına yatırım yapması, hatta söz konusu ülke finansal piyasasına değil de daha güvenli gördükleri başka piyasalara yatırım yapması beklenir. Türkiye’de de yaşanan olumsuz politikalar sonucu, uzun yıllar boyunca finansal piyasalar istenilen seviyelere ulaşamamış, birçok yatırımcı tasarruflarını yastık altında ya da ülke dışında değerlendirmeye çalışmışlardır. Yakın tarihte ekonomideki değişimler ve uygulanan politikalar 1994 ve 2001 yıllarında şiddetli krizlerin yaşanmasına neden olmuş, bu durum yatırımcıların kararlarını şekillendirici rol oynamıştır. Daha sonraki süreçte ise, yatırım araçları çeşitlendirilerek, çeşitli teşvikler uygulanarak, ekonomideki olumlu gidişatın da etkisiyle finansal sistem güçlendirilmeye çalışılmıştır. Bugün gelinen noktada Borsa İstanbul’daki pay senetlerinin büyük bir kısmına ve devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapanların yabancı yatırımcılar olduğu görülmektedir. Bu durumun nedenlerinin yerli yatırımcılar açısından sorgulanmasının, önemli bir gereklilik olduğu düşünülmekte ve bu görüş, bu çalışmanın amaçları arasında yer almaktadır.

1.6.3.3. Tasarruf ve Yatırım Yapmayı Kolaylaştırıcı Kurumsallaşma

Gelişmiş ekonomilerde fon sahipleri ile kullanıcıları çok geniş kitleleri kapsamaktadır. Böyle bir ortamda, küçük fon sahiplerinin bir araya gelerek yatırımlarını değerlendirmeleri mümkün değilken buna karşılık birçok işletme de yatırımlarını gerçekleştirebilmek için fona ihtiyaç duymaktadır. İşte bu iki ekonomik birim arasındaki

fon alışverişinin sağlanması ve fonların verimli alanlarda iyi değerlendirilmesi için belli bilgi, beceri ve deneyim birikimine sahip kurumların gerekliliği kaçınılmazdır.

Finansal piyasalarda geniş kitlelere sunulan finansal varlıkların, menkul kıymetlerin ihraç edilmesi belli statüye sahip kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Ancak bunu yapabilmek de yeterli olmayıp dolaylı yatırım yapmak isteyen bireylere yardımcı olacak, yatırımlarını yönlendirecek, onlara teknik danışmanlık sağlayacak aracı finansal kuruluşların varlığı da gerekmektedir. Aracı kuruluşlar, birçok bireyin sahip olmadığı teknik ve deneyimsel bilgiye sahip kuruluşlar olup, yatırım araçlarına yönelik işlemleri çok daha ekonomik olarak yönetebilme kabiliyetine sahiptirler. Dolayısıyla fon sahipleri ile fona ihtiyaç duyanlar arasındaki bu alışverişi sağlayan aracı kurumların varlığı ve gelişmişliği, ülke finansal sisteminin etkinliği ile doğru orantılıdır. Aynı durum, ekonomide kayıt dışı faaliyetlerin minimize edilmesinde de önemli etkiye sahiptir.

1.6.4. Çevresel Faktörler

Yatırım davranışına etki eden çevresel faktörler arasında, sosyal durum, kültürel durum, referans grup (Usul ve diğerleri, 2002: 140-141), aile, rol ve statü (Arslan, 2003: 92-93) gibi faktörler sayılabilir.

1.6.4.1. Sosyal ve Kültürel Durum

Kültür, bir toplumu niteleyen genel bir davranış biçimi, entelektüel ve sosyal mirastır. Kültürel değerler de bireyler tarafından sosyalleşme sürecinde öğrenilmekte ve bireylerin tutum, düşünce ve beklentilerini etkilemektedir. Bugün ülkelerin yatırım ligindeki konumlarına bakıldığında aralarında ciddi sosyo-kültürel farklar bulunan ülke ya da bölgelerin yatırım durumlarının da farklılık gösterdiği görülmektedir. Ayrıca yatırımcıların risk karşısındaki tutumları bu faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Örneğin, risk toleransı düşük bir yatırımcının yakın arkadaşı, riskli bir yatırımdan yüksek kazanç sağlamış ise, bu durum yatırımcıyı risk alma konusunda cesaretlendirebilir ve riskli yatırım yapmasına yol açabilir (Cordell, 2001: 1'den aktaran: Anbar ve Eker, 2009: 132).

1.6.4.2. Referans Grup

Referans grup, bireyin beklenti, tutum ve davranışlarını etkileyen insan topluluğudur. Aile, iş arkadaşları, yakın arkadaşlar, komşular, ünlüler, referans grup olarak görülebilir. Bireyler referans gruplarından fikir alıp, bunları düşünce ve eylemlerinde rehber olarak görebilirler. Yatırım kararlarında ise, içinde buldukları grupları referans olarak alarak kararlarını şekillendirebilirler. Örneğin, birey sermaye piyasasında kendisinden daha eski ve tecrübeli kişilerin tavsiyelerini dikkate alıp tercihini bu doğrultuda yapabilir.

1.6.4.3. Aile

Referans grup içinde de yer almakla beraber, ayrıca incelenmesi gereken bir faktördür. Bireylerin değer yargıları, dünya görüşleri, alışkanlıkları ve diğer birçok özelliği yetiştiği ailede şekillenir. Ailenin etkisi, fikir verenler, karar verenler, etkileyenler, fiilen satın almayı yapanlar ve kullanıcılar alt başlıklarında incelenmektedir. Yatırım açısından ise, bu alt grupların hepsi farklı kişiler olabileceği gibi aynı kişi de olabilir. Ayrıca aile kavramı, toplum içinde izole edilmiş bir nitelik taşımayıp çevre ile sürekli etkileşim içinde olduğundan bireylerin karar ve davranışlarına etki alanı da aynı derecede geniştir.

1.6.4.4. Roller ve Statüler

Her ekonomik birey ait olduğu grupta, kurumda, ailesinde, yakın çevresinde belli bir rol ve statü üstlenir. Bu roller ve statüler kişinin beklenti, tutum ve davranışlarını etkilemek suretiyle davranışlarında belirleyici rol oynar. Örneğin, bir şirket yöneticisi, danıştığı aracı kurumdaki daha çok bilinen, daha yüksek fiyatlı pay senedi alımı yapmasını isterken, aynı şirkette çalışan daha alt düzey bir çalışan yatırım kararlarını kimseye açıklamayabilir. Ya da bir aile içinde çocuklarına daha iyi gelecek sunma hedefiyle baba, borsada riskli işlem yapmayı seçerken, çocuklarının geleceğini koruma isteğiyle anne, yastık altı altın aracını tercih edebilir.

Yatırımcı davranışına etki ettiği düşünülen marka değişkenleri ise, diğer bölümde ayrıntılı olarak incelenmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. BORSALARDA MARKALAŞMA VE YATIRIMCI TEMELLİ MARKA DEĞERİ

2.1. Borsa Yapılarında ve İşleyişinde Yaşanan Değişimler

Geleneksel anlamda borsalar, kooperatif şeklinde örgütlenmiş, yarı kamusal müteşebbislerdir. Temel amacı, fon transferinde güvenli bir platform oluşturmak olan bu yapılanmalarda kar amacı güdülmez, dolayısıyla rekabet içinde var olmak gibi temel bir hedefleri yoktur. Bu geleneksel yaklaşım içinde borsalar, üyelik ve kotasyon şartlarını belirleyen ve uygulayan birimler olup bu anlamda devletin düzenleyici otorite kollarından biri haline gelmiştir. Genellikle borsa üyesi olan aracılar doğrudan hissedarlar olup, diğer hissedarlar borsanın yönetiminde doğrudan görev almayan yatırımcılar ve kote olmuş şirketlerdir. Dünyanın birçok ülkesinde borsaların ilk ortaya çıkış ve yapılanma biçimleri bu şekildedir. Kar amacı gütmeyen bu borsa anlayışı, sürekli değişen ve gelişen finansal koşullar içinde hızlı karar almaya imkân tanımayan hantal bir yapı sergilemektedir. Bu yapılarıyla ek sermaye sağlanmasında güçlük yaşayan geleneksel borsalar aynı zamanda, artan rekabet ortamında ürün çeşitlendirme ve faaliyet alanını genişletmekte yeterli esnekliğe sahip olmayıp, kamusal nitelik taşıyan faaliyetleri ile üye çıkarları arasında çatışmalar görülmektedir. Tüm bu olumsuzluklar borsaların geleneksel yapısını tartışılır hale getirmiştir (Altun, 2008: 27).

Kamusal birimler olarak ortaya çıkan bu geleneksel borsalar, özellikle Kıta Avrupası'ndaki örnekleri ile karakterize edilir. Diğer taraftan Anglo-Saxon kültürün hakim olduğu borsalar ise daha çok özel/şirket yapılarıyla dikkat çekmektedir. Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges, WFE) borsaların yasal yapısını 5 kategoriye ayırarak inceler. Bu sınıflandırma şu şekilde özetlenebilir (Ramos, t.y.: 10-11);

1. *Özel Limited Şirketler*: Şirketleşen ancak borsa kotuna alınmayan borsalardır. Sahiplik daha açık bir yapı sergilemekte, örneğin kurumsal yatırımcıları içerebilmektedir.

2. *Halka Açık Borsalar*: Borsa hisseleri kendi borsalarında işlem görür ve dolayısıyla sahiplik yapısı tüm yatırımcılarına açıktır.

3. *Kooperatifler*: Bu üye kooperatifi türü borsaların sermayesi hisselerle bölünmüş değildir ve sınırlı bir üyelik yapısı sergilerler.

4. *Üyelerin Sahip Olduğu Limited Şirketler*: Sahiplik durumunun sadece aracılarla olduğu özel/şirketleşmiş borsalardır.

5. *Resmi ya da Yarı Resmi Kurum*: Borsalar kamu kurumu statüsünde olup, sahiplik, düzenleme, denetleme yetkileri yetkili devlet kurumlarınca kontrol edilir.

Özellikle 1990'lar itibarıyla finansal piyasalar gerek operasyonel gerekse organizasyonel anlamda önemli bir değişim sürecine girmiştir. Birbirini tetikleyen bu değişimlerden en belirgin olanları;

1. Borsaların kar amacı gütmeyen, kooperatif şeklinde örgütlenmiş, üye sahipliği organizasyon yapılarından, kar amacı güden, yatırımcı sahipliği organizasyonlara, yani şirketlere dönüşümü (demutualization),

2. Kar amacı güden bu borsa yapılarının halka açılmaya başlaması,

3. Borsalar arası birleşme ve satın almalar.

2.1.1. Değişime Zemin Hazırlayan Faktörler

20. yüzyılın sonunda, yukarıda bahsedilen değişimlere zemin hazırlayan 3 önemli olgudan bahsedilebilir. Bunlardan ilki, küreselleşmenin etkisiyle sermayenin ulusal sınırları aşarak uluslararası bir nitelik sergilemeye başlamasıdır (Domowitz ve Steil; 1999). Günümüzde gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar, sadece yerleşik buldukları ülke finansal piyasalarında işlem yapmayıp, değişik konjonktürel şartlar gereği farklı avantajlara sahip olan diğer ülke borsalarında getiri sağlama hedefindedirler. Ayrıca kurumsal şirketler, sadece faaliyet gösterdikleri ülke borsasında işlem görmeyip diğer ülke borsalarına da açılarak müşteri tabanlarını genişletme ve saygınlıklarını artırma yönünde çaba sarf etmektedirler. Bu geniş yelpazede gerek yatırımcı gerekse aracı kurumların tercihini ilk planda, kotasyon, üyelik ve işlem ücretleri düşük olan borsalar yönünde

olması kaçınılmazdır. Diğer yandan borsalar arasındaki bu yakın ilişki, dünya borsalarının birbirinden hızla ve kolayca etkilenmeleri, dolayısıyla olumlu durumlar kadar olumsuz durumların bir borsadan diğerine sıçraması ve küresel ölçekte sonuçlar doğurması olasılığını da beraberinde getirmektedir.

Değişimi tetikleyen diğer bir olgu, bilişim teknolojilerindeki baş döndürücü gelişmeler ve İnternet'in yaygınlık kazanmasıdır. Bugün ulusal, bölgesel ve uluslararası ölçekte eş anlı olarak sürekli müzayede yöntemi mevcut olup, alıcı ve satıcı emirleri otomatik karşılanır duruma gelmiştir (Altun, 2008: 5). Diğer bir ifadeyle yatırımcılar, dünyanın neresinde olursa olsunlar birbirlerine birkaç saniyelik işlem hızı kadar yakındırlar. Bu durum, fiziksel bir mekana sahip olan borsa anlayışını da değiştirerek, aracı kurumların aradan çıkarılması/aracısızlaştırma (disintermediation) görüşünü de gündeme getirmiştir.

Değişime zemin hazırlayan üçüncü olgu ise, tüm dünyada finansal piyasaların serbestleşmesine (decentralization) yönelik çalışmalar ve devletin piyasalar üzerindeki yapıcı ve düzenleyici rolünün minimize edilmesi, yani bir anlamda piyasaların kendi haline bırakılarak en etkin şekilde işleyeceği görüşünün hakim olmasıdır (Hübler ve diğerleri, 2008). Her ne kadar Klasik ve Neo Klasik İktisat'ın temel paradigmalarından olan bu görüşün etkinliği, 1929 Ekonomik Bunalımı ve yarattığı yönetim boşluğunun tetiklediği İkinci Dünya Savaşı ardından gelen dönemde sorgulansa da (Akerlof ve Shiller, 2010: 11-16), günümüzde değişik şekillerde uygulanmaya devam etmektedir.

Yazında bu 3 genel başlık altında incelenen ve finansal piyasaları dönüştüren gelişmeler, küresel ölçekte rekabeti körüklemiş ve uluslararası ticaretten kendi paylarını alma ihtiyacı içinde olan borsalar şirketleşme yoluna gitmiştir. Uluslararası Kıymetli Evrak Komisyonu tarafından yapılan araştırmada (2005: 6), gelişmekte olan ülke borsalarının şirketleşmesinin ardındaki temel neden, küresel emir akışındaki artan rekabet olarak tespit edilmiştir.

Gerek kamusal gerekse özel sektörde faaliyet gösteren kurumlarda gelişmiş yönetim ihtiyacı kaçınılmaz hale gelmiştir. Gelişmiş yönetim ihtiyacı ve rekabetin yoğun olmadığı, üye çıkarlarının homojen olduğu kooperatif tipinde yapılmış borsalarda daha

sade bir yönetim şekli ihtiyaçları karşılayabilir. Ancak rekabetin yoğunlaşp karar mekanizmasının hantallaştığı, üye çıkarları ile borsa faaliyetlerinin çatıştığı bu borsalarda zamanla sahipliği ve üyeliği birbirinden ayırma gereği ortaya çıkmış, bu da borsa şirketleşmelerini gündeme getirmiştir.

2.1.2. Borsa Şirketleşmeleri

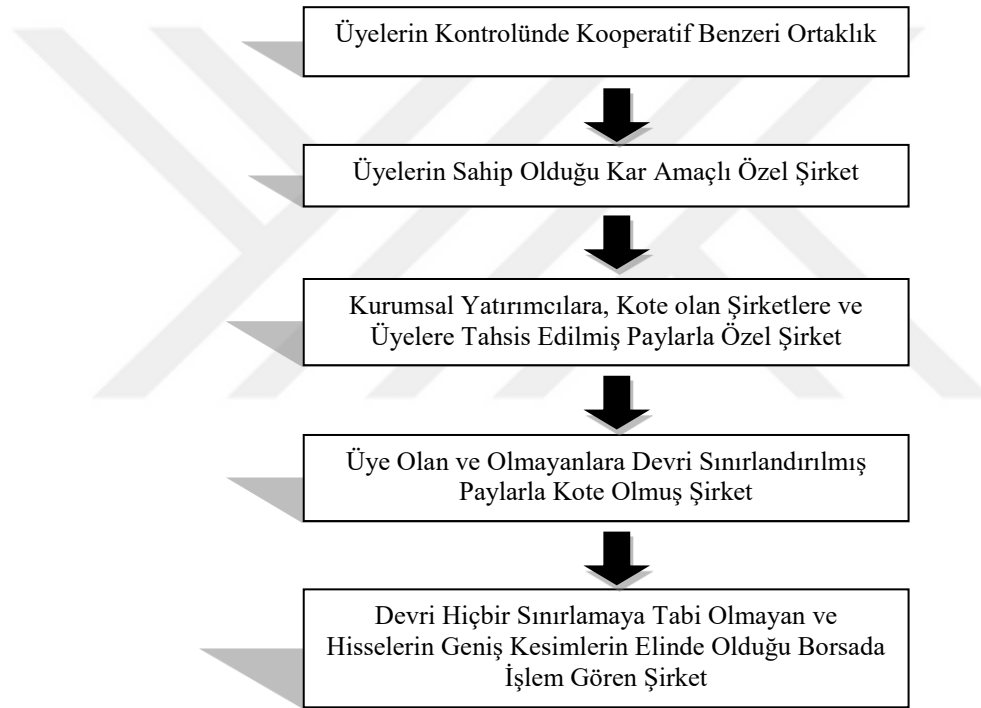
Borsaların yasal statülerini değiştirerek kar amaçlı yapılara dönüşümü, bu borsaların değerlemelerini (valuation), bir başka değişle, kurumsal markalar olarak marka değerlerinin tespitini sağlamıştır (Uluslararası Kıymetli Evrak Komisyonu Raporu, 2005: 13). Bu değerleme, sadece finansal açıdan gerçekleşmeyip, aynı zamanda borsanın paydaşlarının borsaya bakışını etkileyerek *yatırımcı temelli marka değerinin* de oluşumuna zemin hazırlamaktadır.

Kooperatif şeklinde yapılanmış borsalar ile şirketleşen borsalar arasındaki önemli bir fark üyelik ve ortaklık konularındadır. Kooperatif sistemli borsalarda, üye ile ortak kavramı nitelik açısından birbirinden ayrıştırılmaz olup, üye olanlar aynı zamanda ortaklardır. Borsadan hizmet alan aracı kuruluşlar ise, hem borsa yöneticileri, hem sahipleri hem de müşterileridir. Bu durum çıkarlar konusunda ikilem ve çatışmalara neden olabilmektedir. Anonim şirket yapısındaki bir borsada ise, sahiplik, üyelik ve yöneticilik kavramları birbirinden ayrışabilmektedir. Ortaklar, kar elde etmek üzere yatırım yapan ve borsa faaliyetlerinden gelir elde eden kişi ya da kurumlardır. Yöneticiler, borsa faaliyetlerinden etkilenen çeşitli kesimler olabilmektedir. Üyeler ise, borsanın müşterileridir. Böyle bir yapının, daha şeffaf, daha dinamik, hızlı kararlar alabilen, daha verimli bir yönetim ve şirket içi denetim etkinliğini sağlayıp çıkar çatışmalarının önüne geçtiği düşünülmektedir (Budak ve Çikot, 2011: 5-6).

Genellikle kooperatif şeklinde örgütlenen üye sahipli borsaların, kar amacı güden şirketlere dönüşümü uluslararası yazında ‘demutualization’ olarak ifade edilmektedir. Demutualization, bireylerin yardımlaşmak, karşılıklı çıkarlarını korumak ve geliştirmek amacıyla oluşturdukları karşılıklı ortaklıkların, sermayesi paylara ayrılan kar amaçlı şirketler olarak yeniden yapılandırılması anlamına gelmektedir (Tekbaş ve diğerleri, 2011: 98). Bu şirketleşme sürecinin ilk aşaması, üyelere hisse verilmek suretiyle borsanın yasal

sahibi haline getirilmeleridir. Bir başka ifadeyle, borsaların çıkardıkları pay senetleri borsa üyelerine bedelsiz dağıtılmakta ve eskiden üyelerin sahip oldukları üyelik hakları, ortaklık haklarına dönüşmektedir. Bazı durumlarda çalışanlara da satış yapılmıştır. Daha sonra sermaye artırımına gidilerek tahsisli satış yoluyla üyeler ve üye dışındaki kişilere (finans kurumları, kurumsal yatırımcılar ve halka açık şirketler vb.) pay satışı gerçekleşir. Böylece borsa paylara bölünmüş, kar amaçlı özel şirket statüsüne kavuşur. Borsaların şirketleşme sürecini gösteren şekil aşağıda sunulmuştur;

Şekil 6: Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümü Süreci



Kaynak: Altun, 2008: 37

Şirketleşen borsalar, faaliyetlerine üç şekilde devam edebilirler; 1) hisselerini devretmeden özel şirket statüsünde hizmet vermek (böylece hissedarların karını maksimize edip müşteri memnuniyetini artırarak müşteri tabanını genişletmeye çalışmak); 2) kotasyona giderek, yani halka açılarak hisse sahiplerinin sayısını, dolayısıyla sermaye yapısını genişletmek; 3) tek başına şirket olarak faaliyet göstermek yerine halka açılmış başka bir şirketin bağlı ortaklığına girmektir. Şirketleştikten hemen sonra (1998) hisselerini halka açarak kendi borsasına kote olan ilk borsa Avustralya Borsası'dır. İsveç Borsası, üçüncü yolu seçerek 1993 yılında OMX Grup'un bağlı ortaklığına girmiştir.

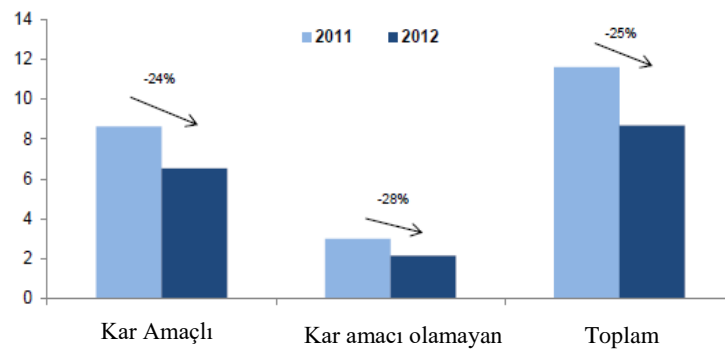
Tüm bu gelişmeler sonucu oluşan yeni finansal düzende küresel ölçekte rekabet ve ilişki ağlarının yoğunlaşması finansal algılayışı değiştirmekte, borsaları monopol yapılarından ticari işletmelere dönüşüme doğru yönlendirmektedir. Bankacılık ve para piyasası ağırlıklı olan geleneksel sistem yerini hızla sermaye piyasası bazlı, küresel bir yapıya bırakmakta, hissedar ve müşteri istek ve ihtiyaçları her şeyin üstünde öneme sahip görülmektedir. 2012 yılı itibariyle Dünya Borsalar Federasyonu'na üye borsalar arasında şirketleşme oranı %74'e ulaşmıştır. Bu oran, 1990'lı yılların ortalarında %10, 2002'de %63 civarındadır (Dünya Borsalar Birliği, WFE, Cost and Revenue Survey, 2013).

Yeni dünya düzeninde borsalar işlem kuralları ve kararlarında son kullanıcısı yani gerçek müşteriyi hedef almaktadır. Borsa hissedarları da müşteri memnuniyetinden birinci derecede istifade eder hale gelmişlerdir. Dolayısıyla borsada yaratılan değerden borsa üyelerinin menfaat sağlamaları ikinci plana itilmiştir. Bunların yerine, borsada yaratılan değerden kurumsal ve bireysel hissedarlar birinci derece faydalanır hale gelmiştir (Altun, 2008: 13).

Şirketleşme sürecini tamamlayan borsaların performansları incelendiğinde, genellikle şirketleşme yoluna gitmemiş borsalara kıyasla daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Şirketleşmenin borsa performansına yaptığı bu katkı, özellikle borsaların piyasa değerlerindeki ve işlem hacimlerindeki artışta gözlemlenebilmektedir. (Tekbaş ve diğerleri, 2011: 139). Bazı borsaların şirketleşme öncesi ve sonraki piyasa değerlerini gösteren tablo EK 1'de, işlem hacimlerini gösteren tablo EK 2'de sunulmuştur.

Ayrıca şirketleşerek kar amaçlı yapıya bürünen borsalar ile şirketleşmemiş borsalar arasındaki net gelir farkını gösteren grafik aşağıda gösterilmiştir.

Grafik 3: Borsa Yasal Statüsüne Göre Net Gelir (US\$)



Kaynak: WFE, Cost and Revenue Survey, 2013: 18

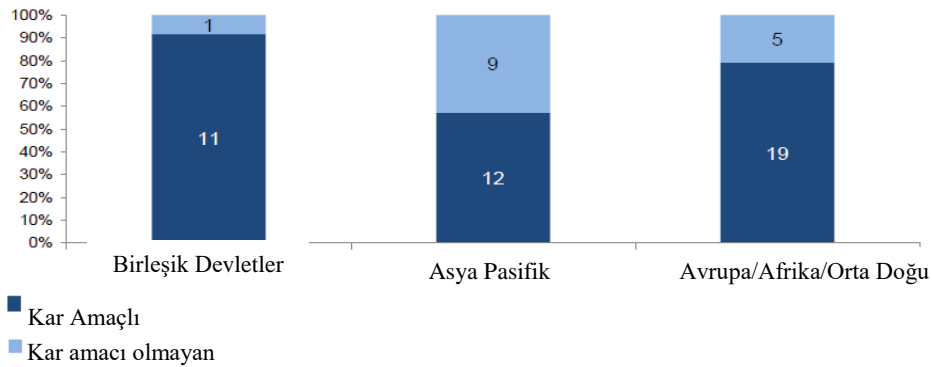
Buna göre, 2012 yılı itibariyle şirketleşen borsaların net gelirlerinin şirketleşmeyen borsalara göre çok daha yüksek olduğu görülmektedir.

2.1.2.1. Borsa Şirketleşmelerinde Bölgesel Farklılıklar

Borsaların yönetim yapılarında bölgesel tercihlerin egemen olduğu görülmektedir. Borsaların kurumsal kimlikleri ve Fraser Enstitüsü tarafından belirlenen Ekonomik Özgürlük Endeksi arasında yapılan ilişkilendirme analizinde, şirketleşen ve halka açılan borsaların daha çok yüksek ekonomik ve politik özgürlüklere sahip ülke borsaları olduğu tespit edilmiştir (Ramos, 2006). Bu bulgu ile paralel olarak dünyada borsa şirketleşmelerinin öncüsü, 1993 yılında şirketleşen İsveç'teki Stockholm Menkul Kıymetler Borsası'dır. Bunu Helsinki (1995), Kopenhag (1996), Amsterdam (1997), İtalya (1997), Avustralya (1998), İzlanda (1999), Atina (1999), Singapur (2000), Hong Kong (2000), Toronto (2000), Londra (2000), Almanya (2000), Euronext (2000) ve NASDAQ (2000) borsaları takip etmiştir.

2012 yılı itibariye borsa şirketleşmelerindeki bölgesel farklılıklar Grafik 4'de gösterilmektedir.

Grafik 4: Bölgelere Göre Borsa Yasal Statüleri (2012)

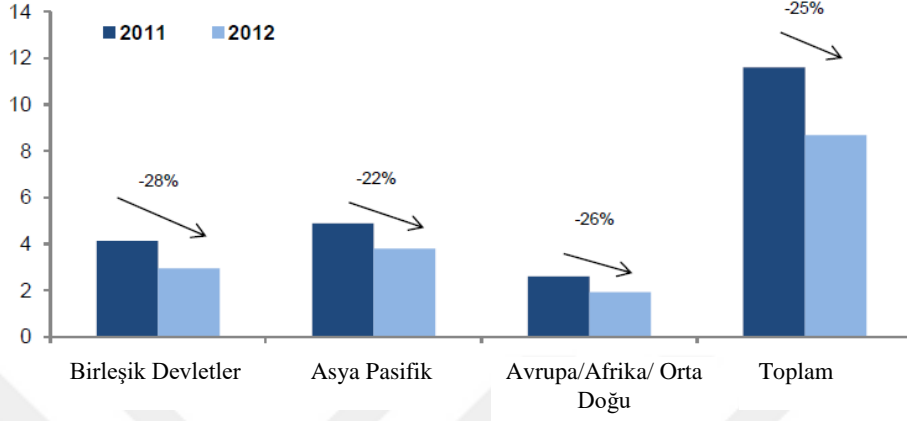


Kaynak: WFE, Cost and Revenue Survey, 2013: 7

Buna göre, borsa şirketleşmelerinin en çok Birleşik Devletlerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bunu Avrupa-Afrika-Orta Doğu gölgesi takip etmekte, Asya Pasifik bölgesi ise en az şirketleşen borsaya sahip bölge olarak dikkat çekmektedir.

Aşağıdaki grafikte ise bölgelere göre borsaların net gelirleri gösterilmektedir.

Grafik 5: Bölgelere göre Borsaların Net Gelirleri (US\$)



Kaynak: WFE, Cost and Revenue Survey, 2013: 18

En yüksek net gelire sahip borsalar, Asya Pasifik bölgesinde bulunmakta, bunu Amerika ve en son Avrupa-Afrika-Orta Doğu bölgesi takip etmektedir.

2.1.3. Borsaların Halka Açılması

Şirketleşen borsaların temel gelir kaynakları arasında, kote olan şirketlerden elde edilen gelirler, yatırımcı işlemlerinden alınan paylar, üyelik gelirleri, şirketlere ait finansal bilgilerin paylaşılması ile elde edilen gelirler, belli sistemlerin satış gelirleri, üyelere kesilen cezalar, kendi finansal yatırımları ve sahipliklerinde bulunan bina vb. gayrimenkullerden elde edilen kira ve/veya satış gelirleri bulunmaktadır (Schich, 2003: 100). Ancak özellikle gelişen teknolojiyle düşen borsa işlem maliyetlerinin ve ayrıca artan rekabetle gerileyen üyelik ve kotasyon ücretlerinin borsaların gelirlerinde ciddi azalmaya yol açması, sermaye yatırımı için kaynak ihtiyacı sorununu ortaya çıkarmıştır. Bunlara ek olarak gelişen teknoloji ve alternatif işlem sistemlerinin ortaya çıkması borsaları yeni yatırımlar yapma konusunda zorlamaktadır. Tüm bunlar yeni sermaye ihtiyacını gündeme getirmekte, şirketleşen borsalar bu ihtiyacı halka arz, sermaye artırımı, borçlanma vb. yöntemler ile karşılayabilmektedirler (Tekbaş ve diğerleri, 2011: 100-101).

2012 yılı itibariyle, WFE üyesi borsalar arasında şirketleşerek kendi borsasında işlem gören borsaların oranı %41 civarındadır. Aşağıda bazı şirketleşen borsalar ve borsada işlem görme tarihleri verilmiştir. Buna göre, şirketleşen borsaların şirketleşme ile aynı yılda ya da takip eden birkaç yıl içinde kendi borsalarında işlem görmeye başladığı görülmektedir. Çalışmanın yapıldığı tarih itibariyle, araştırmaya konu olan İstanbul ve İrlanda Borsaları şirketleşme süreçlerini tamamlamış, ancak henüz kendi borsalarında ya da diğer borsalarda işlem görememektedirler. Borsa İstanbul'un kendi borsasında kotasyonu 2016 yılı içinde planlanmaktadır.

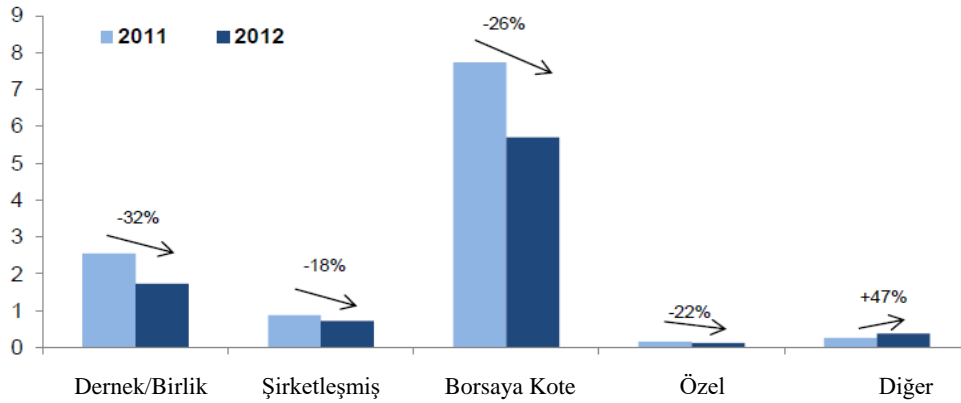
Tablo 2: Bazı Borsaların Şirketleşme ve Borsada İşlem Görmeye Başlama Tarihleri

Borsa Adı	Şirketleşme	Kotasyon
Stockholm Borsası	1993	1993
Avustralya Borsası	1998	1998
Atina Borsası	1999	2000
Singapur Borsası	1999	2000
Almanya Borsası	2000	2001
Euronext	2000	2001
Hong Kong Borsası	2000	2000
Londra Borsası	2000	2001
Toronto Borsası	2000	2002
Chicago Ticaret Borsası	2002	2002
Borsa İstanbul	2013	-
İrlanda Borsası	2014	-

Uluslararası yazında 'self-listing' olarak adlandırılan şirketleşen bir borsanın kendi borsasında halka açılmasının borsa (şirket) imajını güçlendireceği, marka değerini artıracığı ve tüm paydaşlar için değer yaratacağı yönünde görüşler mevcuttur (Otchere, 2006: 951; Schich, 2003: 104,109). Dünya Borsalar Federasyonu tarafından 2002 tarihli raporda, şirketleşerek kendi borsalarına işlem görmeye başlayan borsaların, şirketleşen ancak borsada işlem görmeyen borsalardan, sermaye kazancı açısından daha karlı olduğu bildirilmiştir. Ayrıca kotasyon, borsaya daha efektif bir değerlendirme sağlamakta ve bununla birlikte diğer bir yatırımcı tarafından satın alınabilme imkanı sunmaktadır. Böylece borsalar arası konsolidasyon teşvik edilmiş olmaktadır.

Borsaların yasal statülerine göre net gelirlerini gösteren grafik aşağıda sunulmuştur.

Grafik 6: Yasal Statülerine göre Borsaların Net Gelirleri (US\$)



Kaynak: WFE, Cost and Revenue Survey, 2013: 18

2012 yılı itibariyle, en yüksek net gelire sahip borsa grubu, şirketleşerek borsada işlem gören borsalardır. Dolayısıyla şirketleşmeden sonraki aşama olan borsaların yine bir borsada işlem görmeye başlamasının, bu dönem itibariyle borsa gelirlerinde ciddi artışa sebep olduğu söylenebilir.

2.1.4. Borsalarda Konsolidasyon

Borsalarda konsolidasyon, borsalar arası birleşme, satın alma ve stratejik ortaklıkları ifade eder. Dünya genelinde borsalar, önce ulusal ölçekli satın almalar yapma, daha sonra gerek ulusal gerekse uluslararası borsalarla birleşme eğilimindedirler. Bu durumu tetikleyen sebepler arasında öncelikle ölçek ekonomisi gerçekleştirme ihtiyacı bulunmaktadır (Davis, 1990'dan aktaran Schich, 2003: 108-109). Buna göre, ticaretin gerçekleşebileceği tarafların bulunması için harcanan zaman ve para, aynı sistem altında ve/veya coğrafyada birleşen borsa grupları bünyesinde azalmaktadır. Borsalar arası işbirliği aynı zamanda likiditeyi artırıcı etki yapacağından borsanın etkinliğini artırdığı düşünülmektedir.

Bir taraftan işlem görmeye başlayan borsalar konsolidasyona doğru yönelirken, diğer taraftan borsalar arası stratejik işbirlikleri dünya genelinde bir rekabeti tetiklemiş ve bu durum üye sahipliği şeklinde yapılanan borsaları şirketleşmeye zorlamıştır. Yani sermaye piyasalarında yaşanan son dönem gelişmelerin birbirini tetikler nitelikte olduğu

söylenbilir. Ayrıca borsalar arası bu birleşme, satın alma ve ortaklıklar bir taraftan tüm operasyonel sistemi daha da karmaşıklaştırırken, diğer taraftan yatırımcılar için önemli yatırım ve kar fırsatlar doğurmuştur.

Borsalar arası konsolidasyonun bir örneği, Borsa İstanbul (BİST) ile NASDAQ OMX arasında 2013'te imzalanan stratejik ortaklıktır. Buna göre iki şirket teknoloji paylaşımı dahil bölgelerinde aktif iş birliği kararı almıştır. Benzer şekilde İrlanda Borsası ile Alman Borsası arasında 2000 yılında gerçekleşen işbirliği ile İrlanda borsasında işlem gören hisselerle aynı zamanda Alman Borsasında işlem görme fırsatı tanınmıştır. Diğer bir stratejik işbirliği örneği olan Euronext, Paris, Amsterdam ve Brüksel Borsalarının birleşmesi ile oluşmuştur. Amerika'daki NASDAQ, EASDAQ'ı satın alarak NASDAQ Europe'yu oluşturmuş, NASDAQ daha sonra NASDAQ Japan şeklinde operasyonlarını genişletmiştir. 1998'de Stockholm ve Kopenhag Borsaları NOREX şeklinde örgütlenmiş, daha sonra ortaklığa İzlanda ve Oslo Borsaları da katılmıştır. Bu stratejik ortaklıklardan bazıları zamanla son bulmuş ya da farklı formlarda operasyonlarına devam etmişlerdir.

2.2. Finansal Hizmetlerde Markalaşma

Finansal hizmetler genel olarak tüketicinin ilgisinin ve bilgisinin nispeten daha az olduğu alanlar olarak dikkat çekmektedir (Devlin ve Azhar, 2004: 13). Dokunulmaz olma özelliği, yüksek risk algısı içermeleri, satın alınmalarında tüketicinin önceki deneyimleri ve güven unsurunun önemi gibi birçok faktör, finansal hizmetlerde markalaşmanın önemini ortaya koymaktadır. Bu anlamda marka, satın alınmadan önce belirlenemeyecek özellikler hakkında bilgi verme, hizmetlerin içerdiği risk algısını hafifletme ve satın alma öncesi kurum imajına katkı sağlama (Aish ve diğerleri, 2003: 1021-1023), alternatifler arasında seçimi kolaylaştırma ve belli seviyede bir kalitenin sözünü verme (Keller ve Lehmann, 2006: 740) gibi işlevleri yerine getirir.

Finansal hizmetlerin yapısal özellikleri yanında, Türkiye finansal piyasalarını 1980 sonrası, gelişmiş piyasaları ise daha öncesinden itibaren etkilemeye başlayan liberalleşme, küresel kapital hareketleri, teknolojinin gelişimiyle azalan bilgi asimetrisi (Howcroft ve Durkin, 2003; Otchere, 2006) başta olmak üzere çeşitli faktörler, finansal hizmetlerde rekabeti oldukça artırmıştır (de Chernatony ve Cottam, 2006: 612). Böyle bir rekabet

ortamında güçlü bir marka, fiyat üzerinden rekabet etmek istemeyen finansal hizmet işletmelerine bütünsel olarak farklılaşma fırsatı (Berry, 2000) ve sürdürülebilir rekabet avantajı (Ohnemus, 2009: 187) sunar.

Yazında finansal hizmetler genel başlığı altında incelenen markalaşma konusunun, bankalar ve sigorta şirketleri ağırlıklı olduğu, dolayısıyla para piyasası çevresinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu inter-disipliner bakış açısının sermaye piyasalarına yansımalarına ise rastlanamamıştır. Diğer bir deyişle, sermaye piyasalarının ve bu piyasada varlık gösteren farklı pazarların markalaşma süreci, bu sürecin gerekliliği, bunu hazırlayan şartlar vb. konularına değinilmemiş, finansal hizmetler konusunda sıklıkla incelenen tüketici temelli marka değeri konusunun yatırımcı boyutu ihmal edilmiştir.

2.2.1. Şirketleşen Borsalarda Markalaşma

Uluslararası pazarlarda liberalleşme, küreselleşme ve teknolojik gelişmeler sonucu bilgi asimetrisinin azalması gibi temel nedenlerle (Otchere, 2006) yoğun rekabete maruz kalan, gelirlerinde azalma gerçekleşen ve sermaye ihtiyacı içinde olan borsalar tüm dünyada şirketleşerek kar amaçlı yapılara dönüşme eğilimindedirler. Tüm kar amaçlı organizasyonlarda olduğu gibi şirketleşen borsalar için de temel gereklilik kar maksimizasyonu sağlamak (Azzam, 2010) ve bu yoğun rekabet ortamı içinde var olabilmektir. Türkiye borsasında markalaşmanın yakın bir örneği, 2010 yılında ulusal finansal hedefler çerçevesinde geliştirilen İstanbul Finans Merkezi Projesidir.

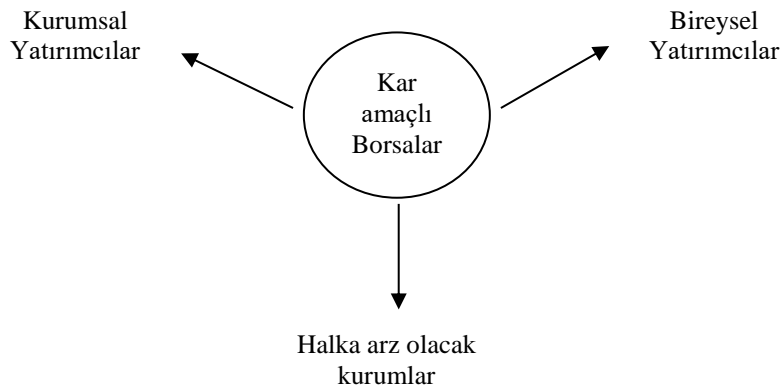
Türkiye'nin Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Orta Asya bölgelerindeki ekonomik ve finansal gelişmişlik anlamındaki güçlü ve doğal konumu itibariyle zengin kaynakları, önemli pazar ve piyasalara yakınlığı, istihdam gücü, rekabetçi ve çeşitlendirilmiş sektörleri sayesinde sahip olduğu stratejik avantajlar göz önüne alındığında, İstanbul'un öncelikle bölgesel sonrasında ise küresel bir finans merkezi haline gelebilecek potansiyele sahip olduğu görülmektedir (<http://www.ifcturkey.com/tr/istanbul-international-financial-center/>).

Bu proje ile markalaşma yolunda Türkiye'nin ekonomik görünümü, jeopolitik konumu, sahip olduğu kaynaklar, işgücü gibi kavramlara vurgu yapıldığı ve sermaye piyasalarının bu kavramlar üzerinden markalaştırılmaya çalışıldığı görülmektedir.

Günümüz hızla değişen piyasa koşullarında, küresel finans pastasından pay almak yolunda bölgesel, ulusal ve uluslararası rakipleri ile yarış halinde olan borsaların var olabilmeleri için, kendileri ve faaliyetlerini farklılaştırmaları ve müşterileri için değer oluşturmaya yönelik stratejiler geliştirmeleri gerektiği düşünülmektedir. Bir başka ifadeyle borsaların sürdürülebilirlikleri için gerek mevcut müşterileri (yatırımcı) elde tutma gerekse yeni müşteriler çekme bir zorunluluk olarak öne çıkmakta, bu pazarlanabilme sürecinin iyi yönetilmesi ise daha büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amaçları doğrultusunda, borsaların pazarlanabilirliğinin önemli bir yolunun, borsaların yatırımcılar için marka değerini artırmaktan geçtiği düşünülmektedir. Böyle bir çaba, borsaları sahip oldukları piyasaları ile birlikte finansal hizmetler sektöründe markalaştırmaya yönelik önemli bir adım niteliğinde olup aynı zamanda makro ölçekte, ülke ekonomileri için de kritik önem taşımaktadır.

Borsalarda markalaşma sürecinin en kritik unsurunu yatırımcılar oluşturmaktadır. Borsanın yatırımcısına sağlayacağı müşteri memnuniyetinin, paydaşlarına yeni bir değer önerisi olarak yansıtacağı açıktır (Altun, 2008). Bu anlamda kar amaçlı kurumlar olarak faaliyetlerini sürdüren borsaların değer önerisi geliştirmek ve sunmak zorunda oldukları 3 temel müşteri grubundan bahsedilebilir.

Şekil 7: Şirketleşen Borsalar için Müşteriler



2.2.1.1. Markalaşan Borsalar Açısından Bireysel Yatırımcılar

Yatırım faaliyeti sadece elde olan varlıkların gelir getirmek amacıyla kullanılması faaliyetini kapsamayıp, yatırımı gerçekleştirecek kişi ya da kuruluş dışarıdan fon sağlamak suretiyle de yatırım gerçekleştirebilir. Faal işletmeler yatırımlarını daha çok dönen varlıklar üzerinde yoğunlaştırırken, bireysel yatırımcı olarak nitelenen küçük tasarruf sahipleri ise, yeni kapasite yaratacak fiziki birimler oluşturmaları mümkün olamayacağından, sahip oldukları tasarruflarını bunu sağlayabilecek kişi ve kuruluşlara kullanırlar (Doğanay, 2010: 5). Bir başka deyişle, bireysel yatırımcılar sermaye piyasalarında doğrudan işlem yapamamakta bir yatırım kuruluşu tarafından temsil edilmeleri gerekmektedir. Doğrudan satın alma gerçekleştiremeseler bile, satın alma (yatırım yapma) kararı veren, kaynaklarını kullandıran ve son kullanıcı durumunda olan bu yatırımcı grubunun, bu anlamda borsaların sahip olduğu tek B-to-C (business to customer) segmenti olduğunu söylemek mümkündür.

Ekonomik sistemin önemli bir bileşeni olan finansal sistem, fon açığı olanlar ile fon fazlası verenler arasındaki fon transferinin gerçekleşmesine imkân veren sistemdir (Coşkun, 2010: 6). Bu fon transferinde arz tarafını oluşturan bireysel yatırımcılar, şirketleşerek kar amaçlı kurumlara dönüşen borsaların sürdürülebilirliklerini sağlamak için değer önerilerini sunmak durumunda oldukları müşteri grubundan biridir. Borsalar, bireysel yatırımcılara, diğer yatırımcı grupları ile birlikte, ifade ettikleri değer ölçüsünde varlıklarını devam ettirebilirler. Bunlardan kritik öneme sahip olduğu düşünülen değer önerilerinden ikisi ise, yatırımcının borsaya yönelik olumlu marka kişiliği ve marka değeri algısıdır. Yatırım kararı verirken sadece faydacı-rasyonel davranış sergilemeyip, birçok bilişsel ve çevresel faktörün etkisi altında olan bireysel yatırımcıların, borsaların marka bileşenlerine duyarlı olmaları ve bu bileşenlerin bir fonksiyonu olarak yatırım kararlarını vermeleri kaçınılmazdır.

2.2.1.2. Markalaşan Borsalar Açısından Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların fonlarını toplayarak belirli bir risk, getiri ve vade uyumu çerçevesinde oluşturdukları portföyleri yine onlar adını yöneten

kurumlardır. Sigorta şirketleri, yatırım bankaları, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, yatırım ortaklıkları, borsaların kurumsal müşterileri arasındadır.

Borsalar için B-to-B (business to business) müşteri grubunu oluşturan kurumsal yatırımcılar, birçok ülke borsasında toplamda en yüksek portföy değerine sahip müşteri grubudur. Yatırım davranışı açısından bireysel yatırımcılardan farklılaşan kurumsal yatırımcılar, sahip oldukları imkanlar ve profesyonellik ile birçok yatırım aracında ve ülke borsasında yatırım yapma imkanına sahiptir. Dolayısıyla, borsaların şirketleşme sürecini takiben değer önermelerini kurumsal yatırımcıları da kapsayacak şekilde geliştirmeleri büyük önem taşımaktadır.

Bu süreçte, güçlü marka bileşenlerine sahip ve yatırımcılar için değer ifade eden borsaların, diğer yatırım platformları ve ülke borsaları karşısında rekabet avantajına sahip olmaları kaçınılmazdır.

2.2.1.3. Markalaşan Borsalar Açısından Halka Arzlar

Borsaların pazarlanabilirlik ya da başarı göstergelerinden bir diğeri de (fon talep edenler tarafında) halka arz oranlarıdır. Kurumsal şirketlerin, fon sağlamak amacıyla hissedar tabanlarını genişletmek suretiyle, belli şartlar altında mevcut paylarını satışa sunmaları olarak özetlenebilecek halka arz, birincil piyasa işlemidir. Halka arzların ülke ekonomisine yaptıkları katkının yanı sıra, şirket yönetimi ve müşteri tabanı açısından da önemli etkileri vardır.

Halka arz şeffaf ve düzenli finansal raporlamayı gerektirmesi sebebiyle şirketlere iç disiplin kazandırmakta, şeffaflık ve kurumsal yönetim açısından iş ortaklarına güven vermektedir. Halka arz ile toplumda ve basında daha fazla görünürlük kazanan şirketler ürün ve servislerini daha iyi tanıtmaya fırsatı bulurken, iş ortaklarının da güvenini kazanırlar. Halka açık şirketlerde yatırımcıların görüşleri ve bakış açıları şirket yönetimine farklı bir perspektif sunmaktadır. Yatırımcıların görüşleri şirketlerin yönetim anlayışına da önemli katkıda bulunmaktadır. Halka arz süreci sırasında şirketler iç süreçlerini, organizasyonel yapılarını ve esas faaliyetlerindeki verimliliği değerlendirme fırsatını bulurlar (Sabancı, 2014: 4).

Diğer taraftan her halka arz, borsada işlem görmekle sonuçlanmamakta, halka açılan şirketler çeşitli nedenlerle borsaya (ikincil piyasa) olumlu bakmamaktadır. Türkiye sermaye piyasası ve aynı zamanda milli ekonomi için önemli bir engel teşkil eden bu

durum sıklıkla eleştirilmekte, borsanın kurumlara değer ifade etmesi gerektiği tartışılmaktadır. Halka açılma konusundaki tereddütleri gidermek amacıyla, Borsa İstanbul tarafından 2012-2014 yılları arasında kapsamlı bir proje gerçekleştirilmiş ve Anadolu genelinde 500 şirkete ziyaretlerde bulunulmuştur. Halka açılma konusunda fikirleri alınan kurumlar aynı zamanda bu konuda bilgilendirilmiştir.

Bu çalışmalar sonrası ortaya çıkan tablo aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 3: Ziyaret Edilen Şirketlerin Halka Açılma Durumları

Ziyaret Edilen Şirketler		Şirket Sayısı	Oran (%)
Halka Açılan		2	0,4
Başvuruda Bulunan		3	0,6
Halka Arzı Düşünmeyen		156	31,2
Halka Arza Olumlu Bakan		339	67,8
Halka Arz Süresi	0-3 yıl	119	23,8
	3 yıldan uzun	220	44
TOPLAM		500	100

Kaynak: Yeni Şafak Borsa İstanbul Eki, 30 Eylül 2014: 10

Ziyaret edilen toplam 500 şirketin sadece 2 tanesi halka açık, 3 tanesi başvuru aşamasında, 156 şirket ise halka arzı düşünmemektedir. Geri kalan 339 şirket halka arza olumlu bakmakla birlikte, bunu 3 yıldan daha uzun bir süre içinde gerçekleştirmeyi planlayanların sayısı 220'dir.

Bugün gelinen noktada, Türkiye'deki sanayi kuruluşlarının halka arza çok olumlu bakmadığı görülmektedir. Bu sorunun ayrıntılarıyla masaya yatırılıp çözümünün, Türkiye'deki gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesi, tasarrufların artırılması ve ekonomik büyümeyi desteklemesi açısından kritik öneme sahip olduğu düşünülmektedir. Ayrıca ikincil piyasaların ekonomiye verdikleri sinyallerin, yani ikincil piyasalardaki yatırımcı tercihlerinin (sektör ya da fiyat konusunda), şirketleri halka arz olmak konusunda yönlendirdiği açıktır. Dolayısıyla, ikincil piyasanın (borsaların) etkinliğinin birincil piyasaları doğrudan etkilediğinden bahsedilebilir. Bu nedenle, ikincil piyasaların olmadığı ekonomilerde birincil piyasalar da gelişmemektedir.

Türkiye’de bu doğrultuda 2010 yılı itibariyle İstanbul Finans Merkezi Projesi başlatılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu öncülüğünde yürütülen bir dizi faaliyetin temelinde, halka arzları nitelik ve nicelik itibariyle artırmak, gerek yerli gerekse yabancı yatırımcı tabanını genişletmek, borsaya duyulan güveni artırmak, tasarruf oranlarını artırmak gibi hedefler bulunmaktadır. Bu faaliyetleri tek bir merkezden yürütmek amacıyla 5 Mart 2012’de ‘Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü’ imzalanmış, sermaye piyasasında farkındalığı artırmaya yönelik eğitim ve tanıtım faaliyetlerine hız verilmiştir. Projenin ilk yıllarında artan halka arz oranları daha sonraki yıllarda devam ettirilememiş ve özellikle ulusal pazardaki şirket sayısındaki düşüş projenin sorgulanmasına neden olmuştur.

Halka arz sayılarında, yasal yükümlülükler ve prosedürlerin yanı sıra borsa performanslarının etkisi büyüktür. Borsalar, kurumlara sundukları değer önerileri doğrultusunda müşteri çekmekte, bu da borsa karlılığını doğrudan etkilemektedir. Borsaların marka bileşenlerinin, diğer müşteri gruplarına benzer şekilde halka arz olacak ya da olmuş ancak henüz borsada işlem görmeyen şirketler için de önemli olduğu, ayrıca bu unsurun ülke borsalarını birbirinden farklılaştıran önemli bir ayraç olduğu düşünülmektedir. Örneğin, İrlanda Borsası (ISE) ile Londra Borsası (LSE) iki entegre borsa olup, İrlanda Borsası’na işlem gören şirketlerin çoğu aynı zamanda Londra Borsası’nda da işlem görmektedir (Bredin ve Hyde, 2007: 316). Burada ISE’nin kendini LSE’den farklılaştırması, müşteri nezdinde yarattığı marka değeri ile yakından ilgilidir.

Borsaların müşterilerine sundukları değer, borsalardaki stratejik ortaklıklar sürecinde de sıklıkla tartışılan bir konu olmuştur. Örneğin, Bat Chi-X isimli Londra merkezli borsanın Ekim 2014 itibariyle Borsa İstanbul’la işbirliği kararı alması, (yabancı yatırımcıları, böylece BIST30’da işlem yapabileceklerdi)⁶, oldukça büyük hacimli olan bu borsanın BIST’e rakip olma ihtimalini gündeme getirmiş, konu finans çevrelerince tartışılmıştır. Burada söz konusu olan, iki borsadan hangisinin gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar için daha yüksek değer ifade edeceği ve dolayısıyla müşteri portföyünün daha çok genişleteceğidir.

⁶ Bahsi geçen işbirliğinin gerçekleşmemesi kararı alınmıştır.

2.3. Yatırım Davranışını Etkileyen Marka Değişkenleri⁷

Tüketicilerin ürün piyasalarındaki algı ve deneyimlerinin, aynı kişilerin yatırımcı olarak sermaye piyasasındaki davranışlarına yansımaları ile ilgili, gerek pazarlama gerekse finans yazınında oldukça çeşitli çalışmalar mevcuttur. Örneğin, Billett ve diğerleri (2014), 1200 marka için tüketici fikirlerini inceledikleri çalışmalarında ürün piyasasındaki marka ya da ürünle ilişkilendirilen prestij borsadaki çekiciliği etkilediğini, bunun da olumlu yatırım kararları ile sonuçlandığını tespit etmişlerdir. Ancak bu prestij etkisi, yatırımcının marka hakkında daha geniş bilgi edinmesi ile azalmaktadır, hatta markayı çok iyi bilen grupta tamamen kaybolmaktadır. Diğer taraftan Huberman (2001), yatırımcının ürün ya da şirkete aşinalığının (finansal olmayan bilgi) yatırım tercihini olumlu etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Buna göre yatırımcının şu an gerçekten daha iyi bilgiye sahip olmasından ya da olduğunu/olacağını düşünmesinden bağımsız olarak, aşinalık yatırımcıyı, 'bilgi sahibi olan kişi' olarak güçlendirmektedir.

Frieder and Subrahmanyam (2005), ürün piyasalarındaki marka tanınırlığı ve ürün seçimi ilişkisinin o markanın hisselerine olan yatırımcı ilgisi üzerinde etkili olup olmayacağını araştırmışlardır. Araştırma sonuçları, yatırımcının marka algısının 82 kurumsal hisse üzerinde önemli derecede etkili olduğunu, daha özel olarak ise, marka farkındalığının genel marka imajından daha önemli olduğunu göstermektedir. Yatırımcılar varlığından haberdar oldukları, kolayca hatırlayabildikleri markaları tercih etmektedirler.

Diğer taraftan Grullon ve diğerleri (2004), marka tanınırlığının ölçütü olarak, şirketlerin yaptıkları reklam harcamaları ile o şirketlerin hisselerinin bireysel ya da kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınması arasında yüksek korelasyon tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Keloharju ve diğerleri de (2012), borsa yatırımcılarının, perakende pazarda müşterisi oldukları şirketlerin hisselerini daha büyük olasılıkla alma ve daha az olasılıkla satma eğiliminde olduklarını bulmuşlardır. Yatırımcılar herhangi bir bilgi avantajına sahip olmamakla birlikte, bu marka-tüketici-yatırımcı ilişkisinden fayda sağlamaktadırlar. Ürün piyasası – sermaye piyasası ilişkisine dair bir diğer çalışma Barber ve Odean (2008) tarafından yapılmıştır. Alternatif bir tüketici davranış modeli önerdikleri çalışmalarında yazarlar, yatırımcıların ilgilerini çeken her hisseyi satın almadıklarını ancak

⁷ Bu çalışmada ele alınan yatırımcı davranışı bireysel yatırımcı davranışını ifade etmektedir.

ilgilerini çekmeyen hisseleri çok daha az satın aldıklarını tespit etmişlerdir. Yani, yatırımcıların düşünce setlerinde öne çıkan bir özelliği ile yer edinen marka, yatırımcı karar sürecinde bu setteki diğer markalar arasından daha kolay şekilde tercih edilmektedir.

Bu çalışma kapsamında ele alınacak olan ve bireysel finansal yatırım davranışını etkilediği düşünülen marka değişkenleri, marka kişiliği ve marka değeri değişkenleridir.

2.3.1. Marka ve Marka Kişiliği

“Bir satıcı ya da satıcı grubunun mal ya da hizmetlerini tanımlamaya ve bunları rakiplerinkinden ayırmaya yarayan isim, terim, işaret, sembol ya da tasarımlar” şeklinde tanımlanan (Kotler ve diğerleri, 2005: 906) markanın ilk oluşumu, eski Mısır kültürüne dayanmakla birlikte, marka isimleri ilk kez 16.yy’da, viski üreticilerinin ürünlerini gemilere yüklerken kullandıkları ahşap varillerin üzerine üreticinin isimlerini yazmasıyla ortaya çıkmıştır (Farquhar, 1990: RC7). Temelde malların sahipliğini gösterme isteğinden doğmuş basit işaretleri ifade eden bir kavram olan marka, bugün bir kişilik, bir kimlik, gözle görülenden öte soyut ve duygusal anlamlar içeren derin bir kavram halini almıştır (Armutlu ve Üner, 2009: 12). Marka kavramını daha iyi anlaşılmasına yönelik çalışmaların ve markaya verilen önemin sürekli artmasında, rekabetin yoğunlaşması ve ürün niteliklerinin birbirine benzemesinden dolayı işletmelerin farklılık yaratmasının zorlaşması önemli rol oynamaktadır. Bugün gelinen noktada, marka kavramı üzerinde uzlaşılan konu markanın menfaat sahiplerine bir anlam ifade ettiği ölçüde var olduğudur. Eğer marka tüketiciye bir anlam ifade ediyorsa, aynı zamanda yatırımcıya, üreticiye ve satıcıya da bir anlam ifade eder (Farquhar 1989; Crimmins 1992, aktaran: Cobb-Walgren ve diğerleri, 1995: 26).

Alandaki araştırmacıların ilki olarak görülen Sidney Levy (1955), pazarın yıllar içinde gelişen karmaşık yapısına paralel olarak artan sembolik anlamına dikkat çekmektedir. İnsanların markaların fonksiyonel özelliklerinin ötesinde arayışlar içinde olduğunu savunan ve marka kişiliği ile demografik özellikler arasında sıkı bir ilişki öngören yazar, Neo Klasik İktisat’ın homo economicus modeline, benzer doğrultuda şekillenen Beklenen Fayda Teorisi, Portföy Kuramı, Çatışma Yaklaşımı, Rubikon Modeli gibi çeşitli *fayda* teorilerine karşı durmaktadır (Turhan, 2009: 171). Ürünün

fonksiyonelliğinin ötesinde markanın sembolik değerine odaklanan bu anlayış, sosyal çevre içinde var olan tüketicinin, algılarına, beklentilerine, ihtiyaçlarına odaklanan ve bu anlamda inter-disipliner bir yaklaşım olan modern pazarlama anlayışının gelişimine de işaret etmektedir. Bu anlayış, sadece görünenle ilgili olmayıp görünmeyen, altta yatan ya da görünenin ötesini kavrayarak insan ihtiyaçlarının karşılanması gerektiğini savunan dinamik bir uğraş halini almıştır.

Markanın sembolik anlamına yapılan vurgu (Grubb ve Grathwohl, 1967: 22-23), marka kişiliği kavramının doğuşuna zemin hazırlayan faktörlerdendir. Bir markayla ilişkilendirilen insan karakter özellikleri seti (Aaker, 1997: 347) olarak tanımlanan marka kişiliği, tüketicilerin markaya belli karakter/kişilik özellikleri yüklediğini ve bunun satın alma davranışlarına yansıdığını varsayar. Aaker tarafından, OCEAN olarak bilinen 'Büyük Beşli Ölçeği', diğer bazı karakter özelliklerini ölçen ölçekler ve nitel araştırmalardan yararlanarak geliştirilen Marka Kişiliği Ölçeği yazında en çok kullanılan ölçeklerdendir. İçtenlik, Heyecan, Yetenek, Entellektüellik ve Sağlamlık olmak üzere 5 boyut ve 15 alt bölüm içeren ölçek, daha sonra farklı kültürlerde, değişik boyutlar içeren marka kişiliği ölçeklerinin geliştirilmesinin önünü açmıştır. Örneğin, Aaker'ın ölçeği temel alınarak Türkiye'de Türk tüketiciye yönelik geliştirilen marka kişiliği ölçeği, Yetkinlik, Heyecan, Geleneksellik ve Androjenlik olmak üzere 39 sıfat ve 4 boyut içermektedir (Aksoy ve Özsoy, 2007). Daha yakın dönemli bir başka çalışma ise Geuens ve diğerleri (2009) tarafından yapılmış, marka kişiliğine yönelik Sorumluluk, Hareketlilik, Sadelik, Saldırganlık ve Duyarlılık olmak üzere 5 boyut tespit edilmiştir.

2.3.1.1. Marka Kişiliği Ölçeklerine Getirilen Eleştiriler

Aaker'ın Marka Kişiliği Ölçeği temelinde geliştirilen ve özetle markaların belli insan karakterleri seti yansıttığı görüşünü savunan ölçekler, zamanla olumlu ve olumsuz eleştiriler almıştır. Marka kişiliğini ölçmede insan kişilik ölçeklerinin kullanılmasının uygunluğunu savunan Wee (2004) çalışmasında, markaların da aynı insanlarda olduğu gibi zamanla değişmeyen sabit ve diğer markalardan ayrılan karakter özellikleri bulunduğunu ifade etmiştir. Marka kişiliğini insanın kişilik öğelerinin bir ifadesi olarak değerlendiren Malhotra (1988), gerçek ya da ideal benliğin somutlaşmış hali olarak insanın karakter özellikleri ile markanın satın alınma şansını artıran marka kişiliği özellikleri arasında bir

uyum ya da paralellik görür. Marka kişiliği kavramına farklı bir bakış açısı getiren Batra ve diğerleri (1993) ise, markaların, fiyat, ambalaj, reklam, dağıtım kanalı ve ürün ismi gibi ürün temelli özellikler yoluyla kişilik kazandığını ileri sürmektedir.

Diğer taraftan Aaker'ın bakış açısına eleştiri getiren Sweeney ve Brandon (2006: 643) çalışmalarında insanların kişilik boyutlarını ölçmeye yönelik olan ölçeklerin markaya yönelik kişilik algılarını ölçmede kullanılmasını sorgulamaktadır. Araştırmacılar, marka kişiliğini, 5 boyut altında belirlemek yerine, önerdikleri 'Kişilerarası Çembersel Model' de Uygunluk ve Dışa Dönüklük olmak üzere 2 geniş boyutta değerlendirmişlerdir. Yazarlar, ayrıca genelde ölçeği oluştururken insanların markaları olumlu sıfatlarla tanımlayacaklarını ve satın alma kararı vereceklerini savunan Aaker'ın tersine, sıkıcı, yüzeysel, kendini beğenmiş, saygısız gibi olumsuz sıfatların da kullanılması gerektiğini savunmuşlar. Aaker'a yönelik benzer bir eleştiri getiren Caprara ve diğerleri (2001: 390-392), marka kişiliği ölçeğinin 5 boyut altında değerlendirmenin gerçeği tam olarak yansıtmayacağını, sıfatların içinde tanımlandıkları durumlara göre anlam ifade ettiklerini, yani tarif ettikleri markalara göre bir boyuttan diğerine geçerken değişik anlamlar kazanacaklarını savunmuşlardır.

Aaker'ın çalışması içerdiği kültürel kapsam boyutuyla da eleştirilmiş, sadece Amerikan kültürünü yansıtabileceği, dolayısıyla benzer ya da benzer olmayan öğeler barındıran diğer kültürlerle uygulanmasının uygun olmayacağı savunulmuştur (Bosnjak ve diğerleri, 2007: 303-305). Yazarlar çalışmalarında, Alman kültürüne uygun 4 boyut (Dürtü, Dürüstlük, Duygu ve Yüzeysellik) belirlemişlerdir. Sung ve Tinkham (2005) çalışmalarında marka kişiliği ölçeğinin Amerika ve Kore karşılaştırmalı analizini ele alırken, ölçeği Rus kültürü kapsamında ele alan Supphellen ve Grønhaug (2003: 221) ise, Batılı marka kişiliği etkisinin etnik merkezilik tarafından yumuşatıldığını ve sadece düşük etnik merkezilikçi özelliğe sahip tüketicilerin yabancı marka kişiliklerinden etkilendiklerini ortaya koymuşlardır.

2.3.2. Marka Değeri⁸

Aaker'ın (1991: 15), “pazarlama faaliyetleri tarafından yaratılan soyut bir varlık olarak, işletmenin tüketicilere sunduğu ürün ve hizmetlerin değerini artıran veya azaltan, markanın isim veya sembol gibi ayırt edici özelliklerine bağlı varlık ve yükümlülükler seti” olarak tanımladığı marka değeri, Keller (1993: 2) tarafından, “tüketicinin sahip olduğu marka bilgisine bağlı olarak işletmenin marka pazarlama faaliyetlerine tüketicilerin gösterdikleri farklı (olumlu/olumsuz) tepkiler” şeklinde ifade edilmektedir. Farquhar (1990: RC7), marka değerini marka ismi tarafından yaratılan ve ürüne eklenen ilave değer olarak görürken, Vazquez ve diğerleri ise (2002: 28), marka değerini markanın kullanılması sonucunda tüketicinin elde ettiği fonksiyonel ve sembolik faydaların toplamı olarak tanımlamaktadırlar.

1980'lerde Avrupa ve ABD'de hız kazanan şirket ele geçirmeleri ve birleşmeleri, marka değerini ön plana çıkarmış, şirketler marka değerini ölçme ve maddi değer olarak yansıtmaya yönelik çabalar içine girmişlerdir. Bu yıllarda meydana gelen şirket ele geçirmeleri ve birleşmelerinde, şirketler için bilanço tutarlarına göre yapılan değerlemelerin çok üstünde bedeller ödenmiş, bu bedellerin maddi olmayan varlıklar özellikle de markalar için ödendiği ifade edilmiştir. Örneğin, 1988 yılında Philip Morris Co., Kraft Foods'u 12,9 milyar dolara satın alırken bunun 11,6 milyar dolarının maddi olmayan duran varlıklar, özellikle de markalar için ödendiği açıklanmıştır (Farquhar, 1989; Kaya, 2002'den aktaran: Marangoz, 2007: 87).

Marka değeri, yazında genellikle tüketici temelli (Aaker, Keller, Berry gibi yazarlar tarafından), finansal ve ikisinin bileşimi (Kapferer ve Feldwick gibi yazarlar tarafından) olmak üzere 3 boyutta incelenmektedir (Kim ve diğerleri, 2003; Yapraklı ve Can, 2009). İlk kez Keller (1993: 8-9) tarafından kullanılan *tüketici temelli marka değeri* kavramı, marka bilgisinin o markanın pazarlanmasına yönelik oluşan tüketici tepkisi üzerine türevsel etkisi, olarak tanımlanmaktadır. Yazar tanımdaki 3 unsura dikkat çekmektedir. *Türevsel etki*, markalı ürünün pazarlanmasına yönelik tüketici tepkisinin, o ürünün markasız ya da simgesel şekilde markalanmış olan şekline yönelik tüketici tepkisi ile

⁸ Tüketici Temelli Marka Değeri kavramının, Marka Denkliği şeklinde ifade edildiği çalışmalar da mevcuttur (Örn; Çabuk ve Atılğan, 2011).

karşılaştırılması sonucu belirlenir. *Marka bilgisi*, marka farkındalığı ve marka imajı açısından tanımlanıp, marka çağrışımlarının karakteristiklerine ya da birbiri ile ilişkilerine göre kavramsallaştırılır. *Ürünün pazarlanmasına yönelik tüketici tepkisi* ise, pazarlama karması aktiviteleri sonucu oluşan tüketici algılarını, tercihlerini ve davranışlarını ifade etmektedir. Tüketici temelli marka değerinin oluşumu, olumlu, güçlü ve benzersiz marka çağrışımlarına sahip, bilinir bir marka yaratmakla yakından ilgili görülmektedir.

Kavramın tüketici temelli boyutu, “müşteri nezdinde markalı bir ürüne yönelik talep ve/veya yüksek fiyat yaratan, algı, bilgi ve davranış seti”ni ifade ederken, finansal boyutu ise, “markalı bir ürünün gelecekteki nakit akışının bugünkü net değerinin markalı olmayan bir ürünün gelecekteki nakit akışının bugünkü net değerinden farkıdır” (Tiwari, 2010: 421). İlk kavram markanın, müşteriye ne anlam ifade ettiği ile ilgiliyken, ikinci kavram markanın yönetim ve hissedarlara ne ifade ettiği ile ilgilidir. Bir başka deyişle tüketici temelli marka değeri, tüketici algılarına odaklanırken, finansal anlamda marka değeri ürünün, hizmetin, düşüncenin veya fikrin ortaya çıkış aşamasından tüketiciye ulaşma aşamasına kadar neden olduğu tüm maliyetlerin toplanarak markanın değerinin ifade edilmesidir. (Türkiye’nin ve dünyanın en değerli markaları sıralaması için EK 3-A ve EK 3-B’ye bakınız).

Aslında marka değeri, markaların parasal değerini ölçmek için finansal bir araç olarak geliştirilmiş olmasına rağmen onun belki de en önemli katkısı, tüketici davranışlarının bir şirketin pazarlama karması aktiviteleri üzerindeki ayırıcı etkisini keşfetmek için ortaya konmuş bir ölçü olmasıdır (Faircloth ve diğerleri, 2001: 61). Bu markaların finansal değerini bilmenin önemli olmadığı demek olmayıp, marka değerinin oluşmasına katkı sağlayan pazarlama etkinliklerine özellikle önem verilmesini gerektiren bir yaklaşımdır. Bu her iki yaklaşımda tespit edilen açıkları gidermek amacıyla da üçüncü yaklaşım, yani tüketici temelli ve finansal marka değerinin birlikte kullanılmasını öngören bir yaklaşım ortaya konulmuştur (Kim ve diğerleri, 2003: 338). Bu yaklaşımın odak noktası ise, tüketici zihninde değişik şekillerle oluşan marka değerinin, genellikle pazarlama yazınından pazar payı ya da nispi fiyat olarak değerlendirilen finansal skora, bir yansımalarının olması gerektiği inancıdır.

Bir emtiaya yönelik oluşmayıp ancak ticari değeri olan ürünün çok ötesine geçip belli bir markaya yönelik oluştuğunda güçlü bir anlam ifade eden marka değeri (Aaker, 1991: 42; 1992: 56-57), özellikle çetin fiyat savaşlarının yaşandığı modern iş dünyasında kurumu rakiplerinden ayırıcı bir etkiye sahiptir. Güçlü bir marka değerinin işletmelere sağladığı yararlar ya da rekabet avantajları arasında, ürüne daha yüksek fiyat talep edebilme, daha yüksek kar marjı, rafta daha geniş/uygun yer edinme, pazar payını koruma/artırma, tüketicinin rakip markalara kaçmasını önleme, dağıtım kanalı üyelerine karşı pazarlık gücüne sahip olma, aynı marka ismiyle çapraz satış olanağı elde etme, ortak marka yaratılması imkanı yer almaktadır (Marangoz, 2007: 88). Bu avantajlara ek olarak, güçlü marka değeri kriz, kurumsal desteğin azalması ya da tüketici tercihlerinin değişmesi gibi durumlarda kurumları ya da ürünleri kurtarıcı rol oynamaktadır (Farquhar, 1990: RC8; Korkofingas ve Ang, 2011: 961). Örneğin, 1996'daki Salmonella (zehirlenmeye neden olan mikrop) kriziyle karşılaşan, Amerika pazarında oldukça güçlü Kraft markası krizden 3 ay sonra ürünü yeniden piyasaya sunduğunda önceki satışların yüzde 70'ini geri kazanabilmiştir. 1920'de Amerika'daki tüm birahanelerin yasaklanması kararına rağmen Budweiser markası, 1933'te tekrar 'biranın kralı' unvanını ve pazar liderliğini geri kazanmıştır. Benzer şekilde 2015 sonlarına doğru dizel araçların karbon emisyon ölçümlerinde hile yaptığı ortaya çıkan Volkswagen Grubu hisseleri krizden hemen sonra sert bir düşüş yaşamış, ancak kısa süre içinde tekrar değerlenmeye başlamıştır.

Marka değerini oluşturan alt boyutlar temel olarak iki gruba ayrılabilir: tüketici algılarını içeren etmenler (marka farkındalığı, marka çağrışımı, algılanan kalite) ve tüketici davranışını içeren etmenler (marka sadakati ve yüksek fiyat ödemeye isteklilik) (Cobb-Walgren ve diğerleri, 1995: 26-27). Tüketici temelli marka değerinin, yazındaki bazı çalışmalarda ifade edilen boyutlarının özeti aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 4: Yazındaki Bazı Tüketici Temelli Marka Değeri Boyutları

Yazar	Marka Değeri Boyutları	Yazar	Marka Değeri Boyutları
Aaker (1992)	*Marka Farkındalığı *Marka Çağrışımı *Algılanan Kalite *Marka Sadakati *Diğer tescilli marka varlıkları	Lassar ve diğerleri (1995)	*Performans *Değer *Sosyal İmaj *Güvenilirlik *Adanmışlık
Keller (1993) (Marka Bilgisi olarak)	*Marka Farkındalığı (Marka Hatırlama ve Marka Tanıma) *Marka İmajı (Çeşitli Marka Çağrışimleri)	Vazquez ve diğerleri (2002)	*Ürünün Fonksiyonel Yararı *Ürünün Sembolik Yararı *Markanın Fonksiyonel Yararı *Markanın Sembolik Yararı
Kamakura ve Russel (1993)	*Algılanan Değer *Markanın Gücü *Soyut Değer	Yoo ve Donthu (2001)	*Marka Farkındalığı/Çağrışımı *Algılanan Değer *Marka Sadakati
Buil ve diğerleri (2008)	*Marka Farkındalığı *Algılanan Değer *Marka Sadakati *Marka Çağrışımı	Loureiro (2013)	*Güven *Marka Farkındalığı/Çağrışımı *Algılanan Kalite *Marka Sadakati
Chang ve Liu (2009)	*Marka Tavrı *Marka İmajı	Keller ve Lehman (2003)	*Marka Bilgisi *Pazar Performansı
de Chernatony ve diğerleri (2004)	*Marka Sadakati *Memnuniyet *İtibar	Farquhar (1990)	*Olumlu Marka Değerlendirmesi *Erişilebilir Marka Tavrı *Tutarlı Marka İmajı
Christodoulides ve diğerleri (2006)	*Duygusal Bağ *Online Deneyim *Cevap alınabilen hizmet *Güven *Gerçekleştirme	Netemeyer ve diğerleri (2004)	*Algılanan Kalite *Maliyete Karşı Algılanan Değer *Benzersizlik *Marka için fazla fiyat ödemeye isteklilik
Berry (2000)	*Marka Farkındalığı *Marka Anlamı		

Pazarlama yazınında sıklıkla ürün temelli ele alınan marka değerinin, hizmet işletmeleri açısından değerlendirildiği çalışmaların oldukça sınırlı sayıda olduğu görülmektedir. Hizmet sektörü için bilinen marka değeri, teorik ya da anekdotsal olmanın ötesine çok geçebilmiş değildir (Krishnan ve Hartline, 2001: 328). Ayrıca yazında finansal hizmet sektörüne yönelik ampirik çalışmaların göz ardı edilmiş olduğu görülmektedir. Bu eksikliğin, temel olarak hizmetlerin dokunulmazlık, heterojenlik, ayrılabilirlik ve dayanıksızlık özelliklerinden kaynaklı araştırma zorluğu ile ilişkili olduğu düşünülmektedir. Bu özellikler dolayısıyla tüketiciler, hizmet satın almalarında daha fazla algılanan risk düzeyi ile karşı karşıyadırlar. Algılanan risk, finansal tüketim kararlarında ise en üst düzeye ulaşmaktadır. Bu riski azaltmanın ya da algılanan faydanın, algılanan

riske üstünlüğünü kanıtlamanın etkili bir yolu ise güçlü marka değeri yaratmaktan geçmektedir (Bailey ve Ball, 2006: 23). Dolayısıyla tüketicilerin, kendileriyle özdeşleştirdikleri olumlu kişilik algısı yayan mal ve hizmetlere yönelik daha olumlu bir marka değerlendirme yaptıkları ve bunun da satın alma niyeti ile gerçek satın alma davranışını etkileyen faktörler arasında olduğu öngörülmektedir.

Marka değeri boyutlarına yönelik yazında benimsenen standart bir yaklaşım bulunmamaktadır. Çalışmalar genellikle Aaker ve Keller modellerini temel almakla birlikte, her model çalışıldığı kapsam dahilinde farklı öneriler geliştirmektedir. Alandaki diğer bazı çalışmalar ise, tüketici temelli marka değerini değişik mal ve hizmet seviyelerinde, kategorilerde, sektörlerde ve kültürel kapsamlarda incelemiştir (Baldauf, ve diğerleri, 2009; Dew ve Kwon, 2010; Martensen ve Grønholdt, 2010; Severi ve Ling, 2013; Zaichkowsky ve diğerleri, 2010). Yeni bir bakış açısı ile marka değerini yatırımcı temelli ele alan bu çalışmada incelenen marka değeri boyutları ise, Marka Farkındalığı, Marka Çağrışımları, Marka Performansı, Marka Güveni ve Marka Sadakatidir.

2.3.2.1. Marka Farkındalığı

“Müşterilerin, bir işletmenin mal ya da hizmetinin varlığının ve erişilebilirliğinin farkında olma olasılığı” (Malik ve diğerleri, 2013: 168) olarak tanımlanan marka farkındalığı (ya da marka bilinirliği), tüketicilerin algılarında markanın diğer rakip markalara kıyasla işgal ettiği konumdur. Diğer bir tanımla, tüketicinin önceki bir deneyimi markada onaylayabilme yeteneği olup marka değerinin önemli bir bileşenidir (Taşkın ve Akat, 2010: 5). Aaker’a (1991: 61) göre marka farkındalığı, potansiyel bir müşterinin bir markanın belli bir ürün kategorisine ait olduğunu tanıma ve hatırlama yeteneğidir. Keller (2012: 72) ise, “tüketicinin farklı koşullar altında markayı tanıma yetisi” olarak tanımladığı ve daha çok zihnindeki marka izinin gücüyle alakalı olduğunu düşündüğü marka farkındalığını, marka değeri yaratma sürecince gerekli ancak tek başına yeterli bir aşama olarak görmemekte, bu yüzden marka imajı faktörünü de sürece dahil etmektedir.

Marka farkındalığı konusunda yazındaki birçok çalışmanın dayandığı ortak nokta, herhangi bir ürün ya da hizmete gereksinim duyan tüketicinin satın alma karar sürecinde zihninde önceden var olan, yer edinmiş ya da hatırlanan marka veya markalara

yöneldiğidir. Bu eğilimin nedeni, farkındalığın marka ile tanışıklık yaratması sonucu, satın alma karar sürecinde tüketiciye kolaylık sağlamasıdır (Armutlu ve Üner, 2009: 13). Marka farkındalığı, özellikle markanın tüketicinin zihnindeki tercih seti içerisine yeni girmesi durumunda önem kazanır. Tüketici nezdinde bilinirliği olmayan, tanınmayan yani farkındalığı düşük olan markaların satın alma karar sürecinde tercih edilme şansları da oldukça düşüktür (Aaker, 1991: 19; Avcılar, 2008: 14). Marka farkındalığını oluşturmada, marka kimlikleri olarak nitelendirilen isim, logo, işaret, söz gibi unsurların etkisinin önemli olduğu düşünülmektedir (Kim ve diğerleri, 2003: 336).

Marka farkındalığı, markanın fark edilmesine ilişkin belirsiz duygular ya da markayı fark edememe ile ürün kategorisinde tek marka olduğu inancı arasındaki düzeyler çerçevesinde değişir. Bu farkındalık düzeyleri ise, marka farkındalığının marka değeri üzerindeki rolünü belirler (Atılğan, 2005: 73). Marka farkındalığının aşamaları, Şekil 8'deki Aaker'ın Farkındalık Piramidi'nde gösterilmiştir.

Şekil 8: Farkındalık Piramidi



Kaynak: Aaker, 1991: 62

Piramidin ilk aşaması (unaware of brand), marka farkındalığının olmama durumuna işaret eder. Bu durumda müşteri, markayı tanıyamamakta ve anımsayamamaktadır. Marka farkındalığının ilk aşaması ise, markanın tanınmasıdır (brand recognition). Marka tanınırılığı, ipucu olarak belli bir marka söylendiğinde tüketicinin o markayı daha önceden

bildiğini onaylaması yeteneğidir. Tanınırlığı sağlayan etmenler arasında, ürünün dizaynı, tasarımı, ambalaj şekli, logosu gibi fiziksel özellikler önemli rol oynar (Hoeffler ve Keller, 2002: 80). Diğer bir deyişle, markaya ilişkin bir bilgi algılandığında (görerek, duyarak, hissederek vb.), müşterinin markayı tanınması ya da diğerlerinden ayırt etmesi beklenir.

Marka farkındalığındaki bir sonraki aşama, marka hatırlanırılığıdır (brand recall). Marka hatırlanırılığı, ürün kategorisi, kategorinin karşıladığı ihtiyaçlar, bir satın alma ya da kullanım durumu gibi ipuçları verildiğinde, tüketicinin o markayı hafızasından geri çağırabilmesi yeteneğidir (Keller, 2012: 73-74). Marka tanınırlığı ve marka hatırlanırılığı arasındaki önemli bir fark bulunmaktadır; eğer tüketici kararını, marka ismi, logosu, ambalajı gibi fiziksel uyaranların olduğu satın alma noktasında yapıyorsa tüketici zihninde marka tanınırlığı hakimdir. Diğer yandan, eğer karar satın alma noktasından uzakta alınıyorsa (evden sipariş gibi), marka hatırlanırılığı öne çıkmaktadır. Marka hatırlama, marka tanınmasından daha zor bir süreç olup, daha güçlü bir marka konumlanmasını gerektirmektedir.

En üst aşamada (top of mind), markanın algılanan ipuçları aracılığıyla ürün kategorisindeki diğer markalar arasından ilk marka olarak öne çıkması beklenir. Piramitte gösterilmeyen, ancak en üst düzey marka farkındalığı durumu ise, marka hakimiyetidir (dominant brand). Bu düzeyde marka, kategoride hatırlanan tek markadır. Bu aşamada tüketici, ürün kategorisinde başka bir marka belirtmez/oldukça zorlanır.

Tüketicinin marka ismi hakimiyetinin de ötesine geçtiği durum ise, markanın ürün kategorisinin yerine geçtiği durumdur. 'Jenerik marka' olarak da adlandırılan bu duruma örnek olarak, Selpak, Post-it, Sana, Jilet, Teflon, Lakos ve Aspirin markaları verilebilir. Jenerik marka olmanın en büyük dezavantajı, bu markanın satıcıdan talep edilmesi durumunda, muadili olarak verilebilecek herhangi diğer bir markaya duyarsızlaşma oluşturabilmesidir.

Alanda marka farkındalığı/bilinirliği üzerine yapılmış çalışmaların çoğunun kavramı marka değeri ile ilişkilendirdiği ve güçlü marka yaratmada ve satın alma davranışında, farkındalığı yüksek markaların ağırlıklı etkisine dikkat çektiği görülmektedir (Aydın ve Ülengin, 2011; Huang ve Sarigöllü, 2012). Marka değerinin pazarlama disiplini

kadar finans disiplini açısından da önemine işaret eden Dinçer ve Dinçer (2010) ise, Türkiye Sermaya Piyasaları Aracı Kurumları'ndan edindikleri 266 anket sonucu, marka farkındalığının marka değeri ve başarısı açısından birincil faktör olarak görüldüğünü saptamışlardır. Buna göre, görüşülen analistler önemli finansal kararlarda ilk göz önünde bulundurdıkları faktörün şirketin marka farkındalığı olduğunu belirtmişlerdir. Sıralamadaki diğer değişkenler, pazar payı, müşteri geri dönüş oranı, müşteri memnuniyeti ve algılanan kalite gibi tüketici yönlü faktörler olmuştur. Bu noktada dikkat çeken, pazar payı, büyüme gibi finansal kararlarda birincil öneme sahip olduğu düşünülebilecek faktörlerin, marka farkındalığından sonra gelmesidir.

2.3.2.2. Marka Çağrışımı

Tüketiciler markalar hakkındaki seçimlerini, daha önceden zihinlerinde depolamış oldukları bilgilere bağlı olarak yaparlar (Hastak ve Mitra, 1996: 121-122). Tüketicilerin önceden maruz kaldıkları uyarılar sonucunda zihinlerinde depoladıkları bu bilgiler marka çağrışımını ifade eder. Bir başka deyişle marka çağrışımı, “tüketicinin o marka ile ilgili algılarının, düşüncelerinin, duygularının ve markanın çağrışım yaptırdığı şeylerin bütünüdür” (Kavas, 2004: 16). Yaygın bazı marka çağrışımına örnek olarak, Marlboro'nun Kovboy, Arçelik'in Çelik, Pınar'ın İnek, Migros'ın Kanguru gibi somut unsurlarla tüketici zihninde yer edinmesi, ayrıca Puma'nın hız, Apple'ın profesyonellik, Mercedes'in lüks ve konfor, Volvo'un sağlamlık gibi soyut özelliklerle yaptıkları çağrışım verilebilir. Ancak bu çağrışım zihinde gelişigüzel, anlamsız olarak değil, her biri belli anlamlar taşıyan çeşitli gruplar şeklinde depolanır (Aaker, 1991: 110). Örneğin, yemekle ilgili çağrışım, teknoloji ile çağrışım vb.

Yazında sıklıkla marka çağrışımı ile ilişkilendirilen, kavramın tamamlayıcıları ya da belirleyicileri olarak ele alınan, hatta zaman zaman birbiri yerine kullanılan kavramlar, marka imajı (brand image), marka nitelikleri (brand attributes) ve marka tavrıdır (brand attitude). Bunlardan ilki *marka imajı* kavramıdır (Yapraklı ve Can, 2009: 270). Hatta bazı yazarlar marka çağrışımını, marka imajı ile eş anlamlı kullanmakta ve arada bir fark gözetmemektedirler (Marangoz, 2007: 90). Marka imajı, tüketicilerin belirli markalara karşı oluşturdukları duygusal algılar olarak tanımlanmaktadır (Low ve Lamb, 2000: 353). Bu anlamda marka imajının, tüketici zihninde markaya yönelik oluşan bilgiler ya da

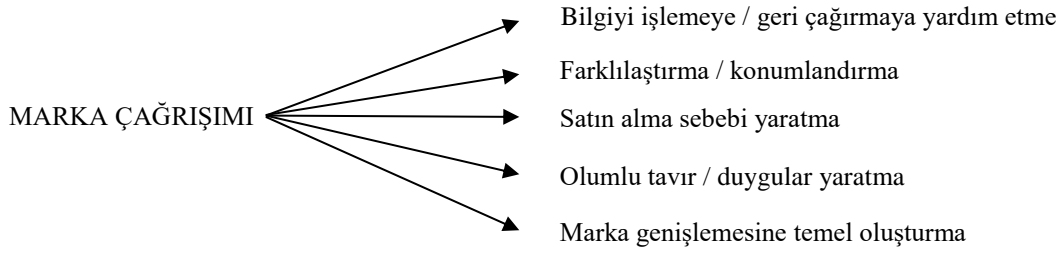
çağrışımlar seti olduğu söylenebilir. Kapferer'e göre (1992'den aktaran: Faircloth ve diğerleri, 2001: 64) marka imajı, tüketicinin, marka çağrışımlarını deşifre etmesi, özümsemesi ve yorumlaması sonucu oluşur. Diğer bir tanımla marka imajı, markanın verdiği sinyallerin tüketici zihnindeki sentezidir. Biel'e göre (1992: RC6), marka değeri boyutlarından olan marka imajınının, 3 boyutu bulunmaktadır. Bunlar, (1) kurumsal imaj, (2) ürün/hizmet imajı ve (3) kullanıcı imajıdır. Marka imajına en büyük etkisi olan boyut ise, kullanıcı imajıdır. Ayrıca her bir boyuta yüklenen 'fonksiyonel' ve 'yumuşak' nitelikler mevcuttur. Uzun süre pazarlama araştırmacıları tarafından yumuşak niteliklerin daha az etkili olduğu, asıl etkiyi yaratanın fonksiyonellik olduğu vurgulanmıştır. Ancak artan teknolojik imkanlar fonksiyonel özelliklerin ömrünü kısaltırken, tüketicilerin zihinlerinde asıl yer edenin yumuşak nitelikler olduğu görülmüştür.

Marka çağrışımı ile birlikte ele alınan bir diğer kavram *marka nitelikleridir*. Faircloth ve diğerleri (2001: 63) tarafından marka çağrışımının en somut ve objektif seviyesi olarak tanımlanan marka nitelikleri kavramı, bu özelliğine rağmen sezgiseldir ve tüketicinin zihninde markaya yönelik oluşturduğu nitelikler grubunu ifade eder. Tüketicinin marka nitelikleri hakkındaki algıları, o markanın önemini ve özünü belirler.

Yazarların marka çağrışımının bir çeşidi olduğunu düşündüğü bir diğer kavram ise *marka tavrı*'dir. Markaya yönelik olumlu ya da olumsuz duygusal yapılar ya da eğilimler olarak tanımlanan kavramın, marka imajı yoluyla marka değerini etkilediği düşünülmektedir.

Markalar değişik yollarla tüketici zihninde çağrışım yapabilmektedir. Aaker (1991: 115)'a göre çağrışım türleri içinde, ürün nitelikleri, soyut özellikler, tüketiciye sağladığı faydalar, göreceli fiyat, kullanım, kullanıcı, ünlü kişiler, yaşam tarzı, ürün sınıfı, rakipler, coğrafi çevre gibi 11 faktör bulunurken, Keller (1993: 5), nitelikler, faydalar ve tutumlar gibi çağrışım türleri tanımlamıştır. Farkındalığı yüksek ve iyi konumlandırılmış bir markanın, güçlü çağrışımlarla desteklenen olumlu bir rekabet avantajı sunacağı açıktır. Güçlü bir marka çağrışımının yarattığı değerler ise şu şekilde özetlenebilir;

Şekil 9: Marka Çağrışımlarının Değeri



Kaynak: Aaker, 1991: 111

Güçlü bir marka değerinin unsurlarından olan güçlü bir marka çağrışımı, markanın olumlu çağrışımlara sahip olmasını ya da en azından olumlu çağrışımların olumsuz çağrışımlara üstünlüğünü gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla işletmelerin amacı, tüketicilerin zihninde çağrışım türlerinin sayısını artırarak güçlü ve sürekli olan markalar oluşturmak olmalıdır (Erciş ve diğerleri, 2013: 29). Olumlu marka çağrışımına odaklanan birçok çalışmanın aksine, Mackalski ve Belisle (2011: 401-402), olumsuz marka çağrışımlarının, ürün kategorisindeki diğer ürünler, rakip markalar ve özel markalar üzerine etkisini incelemiş, bunu ‘marka ekosistemi’ olarak tanımlamıştır. Bulgular, bir markaya özgü olumsuz çağrışımların ürün kategorisindeki diğer markalara da yansıdığını, yani benzer algılanan markaların birine yönelik gelişen olumsuz çağrışımların diğer markaları da etkilediğini göstermiştir. Bu bulgu yazarların test ettiği Benzerlik Teorisi’ni doğrular niteliktedir. Ancak baskın bir markaya yönelik olumsuz çağrışımların, o markanın rakibi olan daha güçsüz markalar ya da özel markalar üzerinde etkili olmadığı görülmüştür. Bu da yazarların etkilerini değerlendirdiği Baskınlık Teorisi’ni doğrulamamıştır.

Marka çağrışımı süreci, müşterilerin algılarına göre şekillenen, markaların ulaşılabilirliğini, düşünce setlerini ve seçim sonuçlarını etkileyen, reklam, halkla ilişkiler, ürün yerleştirme gibi bazı dış uyaranların varlığını da gerekli kılmaktadır. Marka çağrışımı ve reklam arasındaki ilişkiyi 47 ülkede 700,000 tüketici ile yaptığı görüşmelerle test eden Harrison (2013), belli bir kategoride hali hazırda markayı kullanan tüketicilerin, markayı kullanmayanlara oranla 1.7 kez daha fazla o markayla ilgili reklamı hatırladığı yani belli bir marka çağrışımına sahip olduklarını ortaya koymuştur. Benzer şekilde, Balakrishnan ve diğerleri (2012), Malezya’da genç sinemaseverler üzerine yaptıkları çalışmada, ürün

yerleştirme ve marka çağrışımı arasındaki pozitif korelasyona ve bu her iki değişken ile de marka tercihi, marka sadakati ve satın alma niyeti arasındaki pozitif korelasyona dikkat çekmişlerdir.

2.3.2.3. Marka Güveni

Marka güveni ya da markaya duyulan güven, sadece pazarlama değil psikoloji, sosyoloji, finans, davranış bilimleri gibi değişik disiplinler tarafından ele alınan ve insan davranışları üzerinde geniş etkileri olduğu düşünülen bir kavramdır. Genel anlamda güven, karşıdaki kişinin muhtemel maksadı ya da davranışlarına yönelik hassasiyeti duyumsama niyetini ya da amacını içeren psiko-somatik bir durumdur (Rousseau ve diğerleri, 1998: 394). Worchel'e (1979) göre güven, olumsuz bir sonuç doğurma riskine rağmen olumlu bir sonuç doğuracağına dair beklenti; Morgan ve Hunt'a (1994) göre ise, karşı tarafın doğruluğuna ve dürüstlüğüne dair inançtır (aktaran: Afzal ve diğerleri, 2010: 44). Pazarlama bakış açısı ile güven, tüketicinin bir markaya, ürüne ya da işletmeye duyduğu, muhtemel davranışı ile ilişkilendirilebilecek, risk seviyesini azaltıcı memnuniyet ve bağlılıktır (Delgado-Ballester ve diğerleri, 2003'den aktaran: Ulusu, 2011: 3936). Aynı çalışmada marka güveni, "markanın, kendisinin iyiliği ve çıkarları için sorumlu ve güvenilir olduğu algısına bağlı olarak tüketicinin marka ile iletişim sürecinde duyduğu güvenlik hissi" olarak tanımlanmıştır. Bu anlamda marka güveni, (1) riski kabullenmeyi, (2) güvenlik duygusunu, (3) genel bir beklenti seviyesini, (4) olumlu ve olumsuz sonuçları, (5) güvenilir, bağlanılabilir gibi bazı karakteristik sıfatlarla betimlemeyi içerir. Aynı zamanda belli bir istek ve inancı da kapsayan marka değeri, olumlu beklentilerin karşı tarafa ilişkin bazı özelliklerden ve bunlara yönelik algılardan etkilenmesi sonucu oluşmaktadır (Arı, 2011: 107).

Marka güvenini, çoğunlukla marka değeriyle ilişkilendiren çalışmalara (Chaudhuri ve Holbrook, 2001: 81-93; Loureiro, 2013: 142; Luk ve Yip, 2008: 455; Özer ve diğerleri, 2013: 309) ek olarak, diğer bazı çalışmalarda marka güvenini belirleyen ya da etkileyen unsurlar arasında, geçmiş deneyimler (Afzal ve diğerleri, 2010: 44), dürüstlük, yetkinlik, tutarlılık, sadakat ve açıklık (Arı, 2011: 106) üstünde durulmuştur. Güven oluşum süreçlerini inceleyen bazı çalışmalarda güvenin, güvenilen tarafa ilişkin özelliklerin olduğu kadar, güvenene ilişkin bireysel özelliklerin, tutum ve inançların da güvenme durumunu

olumlu ya da olumsuz etkileyebileceği vurgulanmıştır. Bu çalışmalar, ‘güven eğilimi’ kavramının gelişimini sağlamıştır (Mayer ve diğerleri, 1995: 715). “Diğer birey/grupların söz, vaat ve ifadelerine itimat edilebileceğine ilişkin genelleşmiş bir beklenti” şeklinde tanımlanan güven eğilimi, bir kişilik özelliği olarak ele alınmış ve bireylerin ‘düşük ya da yüksek güven eğilimli’ olarak tanımlanabileceği ve bunun güven durumunu etkileyebileceği ifade edilmiştir (Eser, 2011: 366). Ayrıca güvenilene yönelik hiçbir veri olmaması durumunda, güven eğiliminin güven oluşumunda belirleyici olacağı belirtilmiştir.

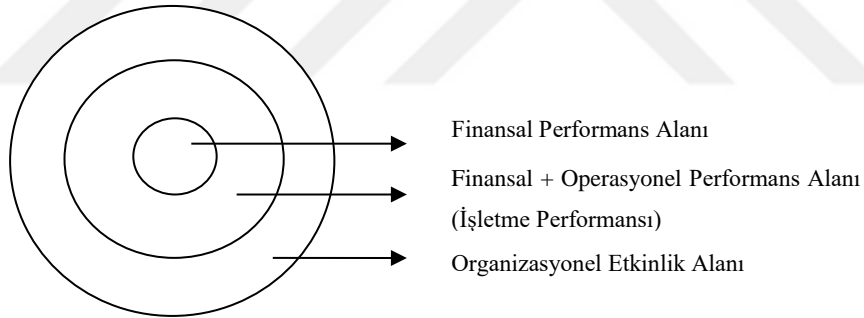
Yazında marka güveni üzerine yapılan çalışmaların çoğunun ortak noktası güven ile sadakat arasındaki ilişkiye ışık tutmalarıdır. Örneğin, Chaudhuri ve Holbrook (2001: 89-90), değişik markalar üzerine yaptıkları ampirik çalışmalarında, marka güveninin hem davranışsal hem de tutumsal marka sadakatine öncülük ettiğini bulmuşlardır. Eren ve Erge (2012: 4470), piliç sektörü üzerine yaptıkları çalışmalarında aynı ilişkiyi saptamış, marka güveninin tutumsal sadakat üzerinde, davranışsal sadakatten daha fazla etkili olduğunu bulmuşlardır. Benzer şekilde Yıldız ve diğerleri (2012: 6-7) ve Yıldız (2011: 36), marka güveni-marka sadakati ilişkisini futbol taraftarları üzerinde yaptıkları anket araştırması ile doğrulamışlardır. Kabadayı ve Aygün (2007: 32-33) de, marka güvenini, marka duygusu ile birlikte, marka sadakatinin belirleyicileri olarak; marka tatminini de dolaylı belirleyicisi olarak saptamışlardır.

2.3.2.4. Marka Performansı

Temelde markalaşma kavramının doğasını anlamaya ve etkili markalaşma stratejileri oluşturmaya yönelik oldukça uzun yol kat eden markalaşma yazını, son dönemde markalaşma metrikleri, yani markaların performans etkilerini ölçme konusuna yönelmiş bulunmaktadır (Wong ve Merriless, 2008: 372). Marka performansı kavramı, sadece finansal ve operasyonel faktörlerle ilgili olmayıp markanın paydaşları (tüketiciler, yönetim, hissedarlar vb.) tarafından algılanan markaya yönelik genel etkinlik derecesi, olarak tanımlanabilir (Yang ve diğerleri, 2015: 12). Bu etkinlik derecesinin belirlenmesinde paydaşların markaya yönelik kendi deneyimleri ya da çevrelerinden edindikleri bilgiler önemi rol oynamaktadır.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere, marka performansının belirleyicileri konusunda yazında 3 tür yaklaşım olduğundan bahsedilebilir. İlk yaklaşım daha çok *finansal* odaklı olup satış, karlılık, yatırımın geri dönüşü vb. faktörlerle belirlenirken; ikinci yaklaşım *operasyonel* bakış açısıyla, pazar payı, verimlilik, ürün/hizmet kalitesi gibi göstergelerle ölçülmektedir. Üçüncü yaklaşımda ise, markanın etkinliği daha çok *müşteri* algısı yoluyla değerlendirilmekte ve itibar, rakiplere oranla etkinlik, algılanan genel performans düzeyi gibi değişkenler tarafından belirlenmektedir. (Hult ve diğerleri, 2008: 1069). Son yaklaşım ‘Müşteri Temelli Marka Performansı’ olarak da anılmakta ve stratejik yönetim perspektifinden kapsamlı bir operasyonel etkinliği ifade etmektedir. Bu anlamda müşteri temelli marka performansı, bir markanın hatasız ve uzun süreli işlerliği (Lassar ve diğerleri, 1995: 13); ürünün fonksiyonlarının etkinliği ve güvenilirliği hakkındaki müşteri yargısı (Huang ve Sarıgöllü, 2014: 787) olarak tanımlanabilir. Marka performansına yönelik 3 farklı yaklaşımı gösteren şekil aşağıda sunulmuştur.

Şekil 10: İşletme Performansı Etkinlik Alanı



Kaynak: Venkatraman ve Ramanujam, 1986: 803

Pazardaki marka gücünün ya da başarısının ifadesi olan marka performansı ile firmanın faaliyetleri ve genel stratejisi arasında iki yönlü bir ilişkiden bahsedilebilir. İlk durumda marka performansı, firma faaliyetleri ve stratejilerinin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Bu durum, sadece pazarlama karması elemanlarını kapsamayıp, genel stratejik faaliyetler, ürünün somut yönleri, fiyatı, kanal yönetimi, dağıtım, satış, satış sonrası hizmetler, iş gücü, halkla ilişkiler, ambalaj gibi daha kapsamlı bir bakış açısını ifade etmektedir (Çalık ve diğerleri, 2013: 142). İkinci durumda ise, marka performansının, firmanın [ya da markanın sembolize ettiği ekonomik birimin] organizasyonel stratejisi ve hedeflerinin oluşturulması süreci üzerinde etkili olduğundan bahsedilebilir (Tuan, 2014:

47). Bu strateji ve hedeflerin uygulanması da, müşteri temelli marka değerini oluşturan sürecin önemli bir alt bileşenidir. Dolayısıyla bu süreçte paydaşlarla olan etkileşimin marka performansı üzerindeki doğrudan etkileri yadsınmadığı gibi (Tuan, 2013: 222-223), tüm bu etkileşim bir değer zincirini meydana getirmektedir. Bu değer zinciri marka sahibinin, müşteri zihninde marka bilgisi oluşturmaya yönelik yatırım faaliyetleri ile başlar; müşteri zihninde yerleşen bu marka bilgisi, marka performansına dönüşür ve sonunda da güçlenmiş bir paydaş değeri ortaya çıkar (Huang ve Sarıgöllü, 2014: 784).

Müşteri temelli marka performansının göstergeleri ya da boyutları konusunda yapılan çalışmaların farklı değişkenler etrafında şekillendiği görülmektedir. Bu değişkenler arasında memnuniyet, sadakat ve algılanan başarı (Yang ve diğerleri, 2015: 12-13); marka yönelimi ve yenilik (Wong ve Merriless, 2008: 375-376); müşteri çekme, müşteriyi elde tutma ve müşteri memnuniyeti (Siahtiri ve diğerleri, 2014: 382); satışla ilgili performans, marka gücü ve müşteri memnuniyeti (Reid, 2003: 239) sayılabilir.

2.3.2.5. Marka Sadakati

Marka sadakati tercih edilen bir mal ya da hizmeti tekrar satın almaya yoğun kararlılık/isteklilik ve değiştirme davranışına yönelik tüm pazarlama çabaları ve durumsal etkilere rağmen aynı markayı ya da aynı marka seti içinden tekrarlı satın almaları ifade eder (Oliver, 1999: 34). Başka bir tanımla tüketicinin markaya karşı olumlu hisler duyması, bağlı olduğu markayı diğer markalardan daha sık satın alması, satın almaya devam etmesi ve markayı daha uzun süreli kullanması olarak ifade edilmektedir (Odaşı ve Barış, 2002: 100). Marka sadakati firmaların, mal ve hizmetin muadilleri ile örülü yoğun rekabet ortamında müşterileri elde tutmak, pazar paylarını artırmak, sürdürülebilirliklerini sağlamak gibi stratejik hedeflerinin önemli bir unsurudur. Kavramın firmalar için böylesine önemli yer işgal etmesinin nedenleri arasında, yeni müşteri çekmek için katlanılan pazarlama maliyetlerinin, var olan müşteriyi elde tutmaya devam etmek için katlanılan pazarlama maliyetlerinin çok üstünde olması (Wood, 2004: 9); sadık müşterilerin potansiyel müşterilere referans oluşturması (Odabaşı ve Oyman, 2004: 375); çapraz satışlar yoluyla toplam karlılığı artırmaları, araçlar karşısında firmalara pazarlık gücü kazandırması (Aaker, 1995: 211) ve müşteri algılarındaki marka değerinin, markanın toplam finansal değerinin çok üstünde görülmesi sayılabilir. Tüm bu nedenlerle marka

sadakati gerek firmalar ve stratejik iş birimleri gerekse akademik çevrelerce üstünde önemle durulan stratejik bir unsurdur. Marka sadakatının, firmalara önemli rekabet üstünlüğü sağlayarak varlıklarının devamlılığını sağlamadaki önemi yazında sıklıkla vurgulanmaktadır (Yapraklı ve Can, 1999: 266).

Marka sadakatının oluşumu ve boyutları hakkında yazında bir fikir birliği olmamakla beraber, çalışmaların 2 temel ekseninde şekillendiği görülmektedir. 1) *Davranışsal Sadakat*, belli bir markaya yönelik satın alma sayısı ya da sıklığı ile ilgili olup burada satın almanın altında yatan gerçek neden ya da nedenlere bakılmaz. Bu anlamda marka sadakatının önceden yaşanmış bir satın alma ya da kullanma deneyimi olmadan düşünülmesi imkansızdır (Aaker, 1991: 42). 2) *Bilişsel Sadakat* ya da *Tutumsal Sadakat* ise, daha çok müşterinin bir markaya karşı satın alma niyeti ve eğilimi olup, kişinin markaya sıkı sıkıya sarılıp bir taahhüt altına girmesini ifade eder (Erdil ve diğerleri, 2004: 118). Bu anlamda marka sadakatının, müşterinin aynı markadan tekrarlanan satın almalar yapması ya da gerçek satın alma ile sonuçlanan tavır sergilemesi ile açıklanmasının yetersiz kalacağı, bağlılığın daha çok müşteri zihninde ve algılarında oluşabilecek, fiyat, promosyon, raf düzenlemesi vb. araçlardan etkilenmeyecek daha dinamik bir süreç olduğu söylenebilir. Marka sadakatini yalnızca davranışsal yönüyle, tekrar eden satın alma davranışı şeklinde ele alan yaklaşımın eksik olduğunun kabul görmeye başlamasıyla, marka sadakati ile marka bağlılığı kavramları güncel çalışmalarda aynı anlamda kullanılmaya başlamıştır (Özdemir ve Koçak, 2012: 131).

Bu iki temel eksene alternatif olarak, Dick ve Basu (1994) çalışmalarında hem davranışsal sadakat hem de tutumsal sadakati birleştiren bir model ortaya koymuşlardır. Tekrarlanan satın alma seviyeleri (yüksek-düşük) ve göreceli tutumun (yüksek-düşük) bir fonksiyonu olarak ortaya çıkan marka sadakati türleri de, bu fonksiyon doğrultusunda belirlenmektedir. Yazarların ele aldıkları şekil aşağıda sunulmuştur.

Şekil 11: Marka Sadakati Türleri

		Tekrarlanan Satın Alma	
		<i>Yüksek</i>	<i>Düşük</i>
Göreceli Tutum	<i>Yüksek</i>	Gerçek Sadakat	Örtük Sadakat
	<i>Düşük</i>	Sahte Sadakat	Sadakatsizlik

Kaynak: Dick ve Basu, 1994: 99

Örtük sadakat tüketicinin bir markaya yönelik, onun rakiplerine oranla daha yüksek olumlu tutum ve tercih etme eğilimi taşıdığı ancak, kişisel ya da çevresel neden(ler)den dolayı yüksek oranda tekrarlanan satın almalar gerçekleştirmediği durumdur. Örneğin, tüketici bir Fransız parfüm markasına karşı olumlu tutum sergiler, ancak bütçesi satın alma davranışını gerçekleştirmesine izin vermez. Sahte sadakat durumunda, tüketici sürekli aynı markadan satın alır, ancak satın aldığı marka ile diğer markalar arasında bir fark görmez. Bu durum o kategoride başka bir alternatif bulunmadığı için ya da geçmiş alışkanlıklardan kaynaklanabilir. Sahte sadakat, bir tüketicinin, annesi geçmişte belli bir marka deterjan kullandığı için sadece o markayı kullanması ile örneklenebilir. Gerçek sadakat durumunda, tüketici gerek tutumsal gerekse davranışsal olarak aynı markayı tercih etmektedir. Sadakatsizlikte ise, marka tüketicisi için iki şekilde de bir anlam ifade etmemektedir.

Farklı çalışmalarda, farklı marka sadakati türleri tanımlanmıştır. Örneğin, Erdil ve diğerleri (2004: 119)'nın tanımladığı marka sadakati türleri şöyledir;

- *Bölünmemiş Bağlılık:* AAAAAA şeklinde bir markaya olan tam bağlılığı ifade eder.
- *Dönüşen Bağlılık:* AAAABBBB bir markaya olan bağlılığın çeşitli nedenlerle başka bir markaya bağlılığa dönüşmesini ifade eder.
- *Ara Sıra Bağlılık:* AABAACAAADA bir markaya bağımlılığın var olduğu ancak zaman zaman çeşitli nedenlerle diğer markaların da denendiği bağlılık türüdür.
- *Bölünmüş Bağlılık:* AABBAABBAA aynı ürün kategorisinde birden fazla markaya bağlılığı ifade eder.

- *Marka Kayıtsızlığı*: ABCDACDBA bir ürün kategorisinde marka bağlılığının olmaması, tüketicinin her seferinde farklı markalara yönelmesini ifade eder.

Marka sadakatine yönelik, yazarların yaptığı diğer bir sınıflandırma ise;

- *Dikey Marka Bağlılığı*: Tüketicinin aynı markayı taşıyan aynı ürünü yeniden satın almasını ifade eder.
- *Yatay Marka Bağlılığı*: Aynı markanın farklı ürünlerinin satın alınmasıdır.

Örneğin her TV alımında Sony markasının tercih edilmesi dikey bağlılık iken, DVD player, müzik seti alımında da Sony'nin tercih edilmesi yatay bağlılıktır.

Bir başka marka sadakati sınıflaması ise, her biri kendinden önce gelen aşamadan daha güçlü olan 4 aşamayı kapsar (Fraering ve Minor, 2013: 334-335; Oliver, 1999: 36). En az güçlü seviye, marka bilgisine dayalı olan '*bilişsel sadakat*'tir (cognitive loyalty). Bu aşamada tüketici rakip markaların cazip tekliflerinden kolaylıkla etkilenebilir. İkinci aşama '*duyuşsal sadakat*'tir (affective loyalty). Bu aşamanın bilişsel aşamadan daha güçlü olmasının iki sebebi, tüketicinin markayı kullanmaya alışmış olması ve tüketim deneyimlerinin olumlu tutumlar ve duygusal bağ yaratmış olmasıdır. Üçüncü aşama olan '*eğilimsel sadakat* (conative loyalty) aşamasında tekrar satın alma, tüketici için davranışsal bir çaba halini alarak güçlenir. Bu aşama "gerçek" marka sadakatinin göstergesidir. Dördüncü aşama ise, '*eylemsel sadakat*'tir (action loyalty). Burada tüketici sadece satın alma niyeti ya da çabası içinde değildir, aynı zamanda güçlü bir motivasyona da sahiptir. Markayı bulmanın güç olduğu durumlarda bile o markayı arar. Bu son aşama ise, rakipler tarafından müdahaleye açık değildir.

Yazındaki birçok çalışmanın ortak noktası, marka sadakati ile satın alma niyeti ve/veya davranışı arasında bir ilişki öngörmeleri, ve bu ilişkinin de tüketicinin çeşitli risk algılarından etkilendiğini ortaya koymalarıdır (Chaudhuri ve Holbrook, 2001: 81-93; Çilingir ve Yıldız, 2010: 95-96; Javalgi ve Moberg, 1997: 166; Miller ve Grazer, 2003: 78-91; Turhan, 2009: 168-197).

2.4. Yatırım Yapma Niyeti

Tutum ve davranış ilişkisinde önemli rol oynayan ve bir şeyi yapmayı önceden isteyerek tasarlama anlamına gelen niyet, herhangi bir davranışı gerçekleştirmeye yönelik fiili iradenin önemli bir göstergesi olarak gösterilmektedir (Mutlu ve diğerleri, 2011: 55). Yatırım yapma niyeti ise, tüketicinin uyarılara karşı zihninde oluşturduğu değerlendirme faktörlerinin sonucunda yatırım yapma istekliliğini ya da eğilimini ifade eder. Bireyin ve yakın çevresinin geleceği için kritik önem taşıyan yatırım yapma davranışının birçok faktöre bağlı olarak ortaya çıktığı, yatırım yapma davranışı sürecinin bu faktörlerin incelenmesiyle açıklanabileceği öngörülmektedir.

Howard-Sheth modeli gibi bazı temel tüketici davranışı modellerinde vurgulanan niyet – davranış ilişkisi, özellikle Gerekçelendirilmiş Eylem Teorisi (*Theory of Planned Action*) (Fishbein ve Ajzen, 1975) ve bu teorinin geliştirilmiş şekli Planlanmış Davranış Teorisinde (*Theory of Planned Behaviour*) (Ajzen, 1985; 1991) detaylandırılmıştır. Buna göre, insanlar mantıklı davranırlar ve kararlarında sistematik bilgi setleri kullanırlar. Ayrıca davranışsal niyet, davranışa yönelik tutuma bağlıdır ve sosyal baskıların etkileri sübjektiftir. Yazarlar, bu teorinin insanın bir davranışı sergileyip sergilemeyeceğini tahminlemede kullanılabileceğini ifade etmişlerdir.

Çeşitli davranış teorileri ve ampirik araştırmalar bir davranışı yapmaya yönelik niyet ile gerçek davranış arasında pozitif korelasyona işaret etseler de, ilkinin varlığında ikincinin şartsız ve kesinlikle ortaya çıkacağını öngören direk bir ilişki henüz bulunamamıştır (Morwitz ve diğerleri, 2007; Sun ve Morwitz, 2010). Yazındaki niyet ile gerçek davranış arasındaki farka ilişkin 3 temel sebepten bahsedilebilir; 1) niyetlerin ifade edilmesindeki sistematik önyargılar (Balasubramanian ve Kamakura, 1989) gerçek niyetlerin zaman içinde değişmesine neden olan açıklayıcı değişkenlerdeki değişimler (Infosino, 1986); 3) niyetler ve davranış arasındaki mükemmel olmayan korelasyonlar (Bagozzi ve Dholakia, 1999; Gollwitzer, 1999).

Pazarlama yazınında davranışa yönelik niyet, örneğin satın alma niyeti (Chen ve diğerleri, 2011: 458), ile aralarında sıkı bir ilişki öngörülen ve sıklıkla tartışılan kavram ise marka değeridir. Bu çalışmalardaki bulguların ortak noktası, tüketicilerin bir markaya

yönelik yüksek düzeyde değer algılamalarının satın alma niyetlerini artırdığı ve aynı zamanda satın alacakları markaya rakip ürün ya da markaları araştırma isteklerini de düşürdüğüdür (Oh, 2000: 139). Marka değerini ifade eden “eklenen değer” birçok farklı unsurun bileşimi ya da fonksiyonu iken, satın alma niyeti ve gerçek satın alma davranışı “asıl” unsurlar olarak değerlendirilmektedir (Netemeyer ve diğerleri, 2004: 210). Örneğin, 3 hizmet kategorisinde 18 marka üzerine yaptıkları çalışmalarında Chang ve Liu (2009: 1687–1706), marka değerinin marka tercihi, marka tercihinin ise satın alma niyetini etkilediğini belirlemiştir. Benzer şekilde Tiwari (2010: 421-431), olumlu marka değerinin, pekiştirilmiş tutum ve inanışlar yoluyla satın alma davranışını sürekli hale getireceğini savunan araştırmacılarıdır.

Aaker’ın modelini temel alan marka değeri boyutları ile satın alma niyeti ilişkisini, İran’da otomotiv sektöründe uygulayan Jalilvand ve diğerleri (2011: 153-155), bütün marka değeri boyutları ve genel marka değeri arasında, aynı zamanda marka değeri ile satın alma niyeti arasında güçlü pozitif korelasyon tespit etmişlerdir. Netemeyer ve diğerleri (2004: 209-224) çalışmalarında, bir marka için fazla fiyat ödemeye istekliliğin boyutlarını, algılanan kalite, maliyete karşılık algılanan değer ve benzersizlik olarak belirlemişler ve bu isteklilik değişkeninin satın alma davranışını direkt etkilediğini ortaya koymuşlardır. Marka değerinin satın alma niyeti üzerindeki etkisini finansal ürün kategorisinde inceledikleri çalışmalarında Cobb-Walgreen ve diğerleri (1995: 33-34), yüksek reklam bütçesi ayıran markanın daha yüksek marka değerine sahip olduğu, hem mal hem de hizmet sektöründe daha yüksek marka değerinin ise daha yüksek satın alma niyetine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yatırım yapma niyeti ve marka değeri ilişkisinde üstünde sıklıkla durulan bir diğer konu algılanan risk faktörüdür (Alleyne ve Broome, 2011: 2; Thamizhvanan ve Xavier, 2012: 19-20). Gerçek ya da potansiyel yatırımcıların yatırıma yönelik tutumlarının, riski algılama ya da kabullenme dereceleriyle orantılı olarak yatırım davranışına etki ettiği düşünülmektedir. Ayrıca bu ilişki finansal bilgi seviyesi, sosyal çevre, aile, demografi gibi etmenlerin varlığında incelenen gruplar arasında farklılık göstermekte, bireyler içsel ve dışsal uyaranlara bağlı olarak farklı yönde ve derecede yatırım yapma niyeti ve gerçek yatırım davranışı sergilemektedirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TEMEL FİNANSAL GÖSTERGELER BAKIMINDAN TÜRKİYE VE İRLANDA PAY PİYASALARI

3.1. Borsaların Karşılaştırılmasını Mümkün Kılan Etmenler

Modern dünyayı tanımlayan küreselleşme, teknolojik gelişmeler ve bunlarla birlikte şekillenen insan istek ve beklentileri, birçok alanı olduğu kadar finansal piyasaları da etkilemiş, ülkeler birbirinden farklı paralellikte gelişme göstermişlerdir. Bugüne gelindiğinde, ülkelerin pay piyasaları arasında önemli bölgesel farklılıklar göze çarpmakta (Ramos, 2006), gelişmiş ülkelerin aksine gelişmekte olan ülkelerin pay piyasaları ciddi yapısal ve algısal sorunlarla karşı karşıya bulunmaktadır.

Çalışmanın amaçları doğrultusunda, Borsa İstanbul'a (BIST) ve İrlanda Borsası'na (ISE) yatırım yapma davranışı ve marka değişkenlerinin bu davranış üzerindeki etkisi, iki borsa arasında karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Bu analizin BIST ve ISE arasında gerçekleştirilmesinin önemli bazı sebepleri vardır. Avrupa borsalarının entegrasyonunda en önemli faktörler, sıklıkla telaffuz edilen parasal bütünleşme ve tek para birimine geçişten çok ülkeler arası genel ekonomik entegrasyon ve Avrupa sermaye piyasalarının serbestleşmesi olarak gösterilmektedir (Baele, 2005, aktaran Bredin ve Hyde, 2008: 321). Bu borsalar arasında, benzer karakter özellikleri ve işlem trendleri göstermeleri bakımından gruplandırmalara gidilmiştir. Örneğin, yüksek oranda kamu borcu, nispeten düşük gayrisafi yurtiçi hasıla, yüksek kamu harcamaları, yüksek işsizlik oranları, yüksek iş gücü maliyeti, finansal sektörün içinde bulunduğu sorunlar ve mevcut borçla baş edememe durumu (Kumar, 2013: 210) gibi özellikler bakımından benzerlik gösteren, Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya borsaları (PIIGS) aynı ligde gruplanmaktadır (Bentes ve diğerleri, 2013; Tamakoshi ve Hamori, 2011). Yazında bu gruptaki borsalar ile yapısal olarak benzerlikler tespit edilen Borsa İstanbul arasında karşılaştırmaların yapıldığı birçok

çalışma mevcuttur. Bahsedilen borsalar grubuna ve BIST'e yönelik bazı istatistikler Tablo 5'de gösterilmektedir.

Tablo 5: Borsa İstatistikleri (5/12/2012)

	Listelenmiş Ulusal Şirket Sayısı	Pazar Kapitalizasyonu (\$ billion)	İşlem gören Hisseler Dönüşüm Oranı (%)
Portekiz	46	61.68	50.3
İtalya	287	431.47	236.8
İrlanda	48	35.36	45.3
Yunanistan	275	33.64	46.5
İspanya	3241	1030.95	128.9
Türkiye	362	201.81	162.7

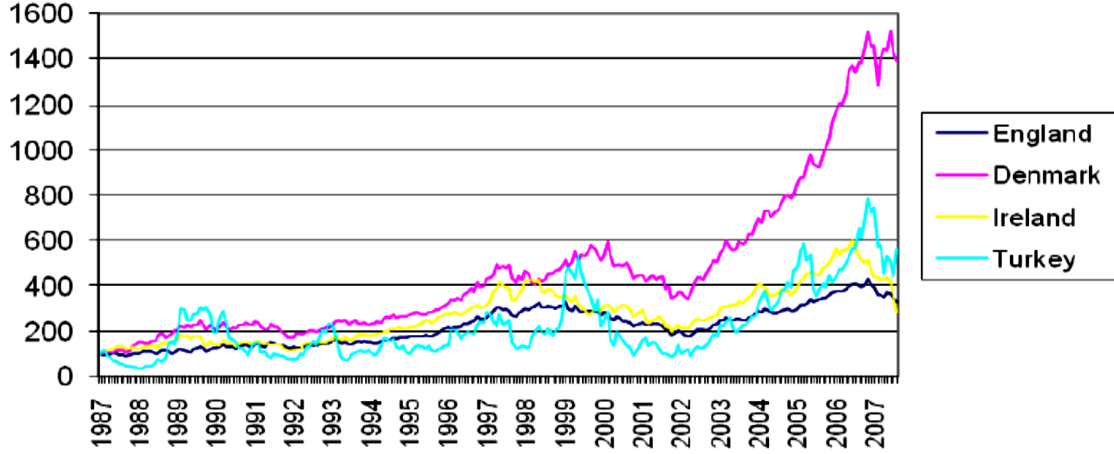
Kaynak: Aksoy ve diğerleri, 2013

Pazar kapitalizasyonu, borsa büyüklüklerinin önemli bir göstergesi ve dolayısıyla borsalar arası karşılaştırmaya imkan veren bir ölçüttür. Gruptaki en büyük 3 borsa, aradaki ciddi farka rağmen, İspanya, İtalya ve Türkiye olarak sıralanmaktadır. 2012 yılı itibariyle arada oldukça fark görülen Türkiye ve İrlanda borsaları piyasa değerleri, 2015 yılı göstergelerinde birbirine oldukça yaklaşmıştır (Bkz: Grafik: 8). Borsa likiditesinin önemli bir göstergesi olarak görülen paraya dönüştürebilme oranının ise en fazla İtalya borsasında olduğu görülmekte, bunu Türkiye ve İspanya borsaları takip etmektedir. Yine borsa büyüklüğüne işaret eden şirket sayısı da, en fazla İspanya ve en az Portekiz borsalarındadır.

Ergun ve Nor (2009: 93-94) yaptıkları çalışmada, gelişmiş (Avrupa Birliği'ne 1996 öncesi üye olan) ve gelişmekte olan (2004 sonrası üye olan) Avrupa borsaları ile Türkiye borsasını karşılaştırmışlar, her iki gruba da arada süreksiz ve düzenli olmayan bir etkileşim saptamışlardır. Benzer şekilde Benli ve diğerleri (2012: 2565), PIIGS grubu ve diğer 9 Avrupa ülkesi ile Türkiye borsalarını, pay senedi endeksleri bakımından karşılaştırmışlar ve gruplar içi önemli ortak trendler bulmuşlardır. Bunun Türkiye açısından başlıca sebebinin, Gümrük Birliği Anlaşması olduğunu öngörmüşlerdir. Yazarlar ayrıca, analiz ettikleri ülkeleri 4 gruba ayırmışlar, grup 2'deki İrlanda Borsası, gruptaki

İngiltere ve Danimarka borsaları ile birlikte, Türkiye borsası ile karşılaştırılmıştır. Aşağıdaki grafik, gruptaki ülkeler arasındaki ortak trendleri göstermektedir;

Grafik 7: Grup 2 Ülkeleri Pay Senedi Fiyat Endeksi



Kaynak: Benli ve diğerleri, 2012: 2568

Tabloda özellikle Türkiye, İrlanda ve İngiltere borsaları arasındaki yıllar itibarıyla oluşmuş ortak trend dikkat çekicidir. Araştırmanın bir diğer önemli bulgusu, çalışılan ülke borsalarının pay senedi getirileri arasındaki korelasyon katsayılarını tespit etmiş olmasıdır. Bu korelasyon değerleri Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6: Korelasyon Matrisi (Ocak, 1988 – Ağustos, 2008)

Country	Austria	Belgium	Denmark	England	Finland	France	Germany	Greece	Holland	Ireland	Italy	Portugal	Spain	Sweden	Turkey
Austria	1.000	0.486	0.454	0.506	0.239	0.496	0.592	0.412	0.541	0.457	0.424	0.461	0.451	0.362	0.290
Belgium		1.000	0.587	0.614	0.294	0.728	0.697	0.407	0.751	0.590	0.513	0.505	0.573	0.493	0.165
Denmark			1.000	0.589	0.391	0.615	0.666	0.310	0.658	0.535	0.523	0.492	0.591	0.602	0.208
England				1.000	0.479	0.687	0.660	0.302	0.756	0.676	0.476	0.491	0.649	0.619	0.239
Finland					1.000	0.466	0.495	0.236	0.491	0.400	0.459	0.366	0.478	0.638	0.296
France						1.000	0.831	0.417	0.792	0.526	0.592	0.528	0.677	0.663	0.280
Germany							1.000	0.409	0.815	0.563	0.611	0.518	0.657	0.703	0.324
Greece								1.000	0.376	0.352	0.382	0.505	0.453	0.355	0.349
Holland									1.000	0.639	0.575	0.583	0.667	0.699	0.287
Ireland										1.000	0.421	0.512	0.595	0.540	0.215
Italy											1.000	0.475	0.613	0.558	0.243
Portugal												1.000	0.658	0.544	0.331
Spain													1.000	0.705	0.242
Sweden														1.000	0.367
Turkey															1.000

Kaynak: Benli ve diğerleri, 2012: 2571

Tabloda görüldüğü gibi, Türkiye'ye ait korelasyon katsayıları tüm ülkelerle en düşük değerleri vermektedir. İsveç, Yunanistan ve Portekiz, (bu düşük değerler içinde) Türkiye ile en yakın karakteri sergileyen ülkeler olarak öne çıkmakta, diğer taraftan Belçika, Danimarka ve İrlanda ile ortak karakteristikler oldukça düşük seviyelerde bulunmaktadır. Diğer bir deyişle, ISE, gruptaki diğer ülke borsalarına göre, BIST ile en düşük korelasyon oranına sahip borsalardandır. Bu durum iki borsa arasındaki uluslararası portföy çeşitlemesini de mümkün kılmaktadır.

Benzer şekilde, Aksoy ve diğerleri (2013: 190), 2005-2011 tarihleri arasında pay senedi borsa endeks verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, Türkiye ve Yunanistan Borsaları dışında, PIIGS grubundaki diğer borsalar arası uzun dönem ilişkisinin olmadığını saptamışlardır. Bu sonuç, eşbütünleşme olmadığı için bahsedilen borsalar arası portföy riskinin çeşitlendirilmesi bakımından potansiyel bulunduğunu ortaya koyması yönüyle oldukça önem taşımaktadır. Bir başka deyişle, Avrupalı yatırımcıların yatırım tercihlerinde Türkiye borsasının da aralarında olduğu bir seçim yapmaları rasyonel bir karar olarak ortaya çıkmaktadır.

BIST ve ISE, farklı ekonomik gelişmişliğe sahip coğrafyalarda bulunmalarına rağmen, piyasa değeri ya da kapitalizasyon açısından birbirine yakın değerler içermektedirler (Bkz: Grafik 8). Bir başka ifadeyle, her iki borsa büyüklük açısından karşılaştırıldığında birbirinden çok farklı yapıya sahip olmamakta, bununla birlikte gelişmiş bir ülke borsası özelliğine sahip ISE, BIST için iyi bir referans ve karşılaştırma modeli sunmaktadır.

Ayrıca çalışmada Londra Borsası, New York Borsası, Tokyo Borsası gibi çok gelişmiş örneklerin seçilmemiş olmasının nedeni, borsa büyüklükleri başta olmak üzere hemen her finansal gösterge açısından BIST ile arada çok büyük farklılıklar göstermeleri ve dolayısıyla doğru ve gerçekçi bir karşılaştırma imkanı veremeyecek olmalarıdır.

Ayrıca BIST'teki yabancı yatırımcı oranlarına bakıldığında, 2014'te 4. sırada oldukları görülen İrlandalı yatırımcılar, 2015 itibarıyla 5. sıraya gerilemişlerdir.

Tablo 7: BIST Yabancı Yatırımcı Portföy Değerleri ve Oranları

Ülke	Portföy Değeri (Mln TL)	Payı
ABD	47.123	32%
Birleşik Krallık	24.683	17%
Lüksemburg	10.879	7%
Hollanda	6.451	4%
İrlanda Cumhuriyeti	4.869	3%
Singapur	4.752	3%
Norveç	4.170	3%
Cayman Adaları	3.973	3%
Yunanistan	3.895	3%
Sudi Arabistan	2.926	2%
Diğer	32.428	22%

Kaynak: TÜYİD&MKK, Borsa Trendleri Raporu, 2015: 17

İlk üç yatırımcı grubunu ABD, İngiltere ve Lüksemburg oluşturmakta, ancak yapısal özellikleri dolayısıyla bu ülke borsalarının araştırmaya uygun olmadıkları düşünülmektedir. İrlandalı yatırımcıların BIST'e olan yakın ilgisi, gerek iki borsa arasındaki etkileşime gerekse portföy çeşitlemesi imkanına işaret etmesi bakımından kayda değer bulunmuştur.

Bu çalışmada BIST ve ISE karşılaştırmasının gerekçeleri genel başlıklar halinde şu şekilde özetlenebilir;

- Bölge ve yapısal özellikleri itibariyle aynı ligde gruplanan ve PIIGS olarak bilinen Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya borsaları ile BIST arasında tespit edilen yapısal etkileşim,
- Bahsedilen bu etkileşime rağmen İrlanda ile Türkiye borsaları arasında en az korelasyonun olması, dolayısıyla portföy çeşitlendirmesine olanak sağlaması,
- BIST'in ve ISE'nin, piyasa değeri yani kapitalizasyon açısından birbirine yakın büyüklükte borsalar olmaları,

- ABD, İngiltere, Japonya diğer gelişmiş borsa örneklerinin hemen her finansal gösterge açısından BIST ile aralarında oldukça büyük farklar bulunmasından dolayı gerçekçi bir karşılaştırma imkanı sunamayacak olmaları,
- BIST'teki yabancı yatırımcılar oranlarına bakıldığında İrlandalı yatırımcıların 4. sırada yer alması dolayısıyla BIST ile ISE arasındaki etkileşim.

3.1.1. Borsa İstanbul'un Gelişimi

Türkiye'de sermaye piyasasının oluşmasına neden olan koşullar 1854 Kırım Savaşı'na kadar uzanmaktadır. Savaşla birlikte borçları finanse etmek isteyen Osmanlı hükümeti borçlanma senetleri/tahvil ihraç etmeye başlamış, bu organize olmayan bir borsanın oluşumuna zemin hazırlamıştır. Zamanla gayrimüslim bankerlerin Galata civarında bu işle uğraşmaya başlamasıyla (Galata Bankerleri) borsanın ilk adımları atılmış, 1866'da Dersaadet Tahvilat Borsası resmi olarak kurulmuştur. Osmanlı Devleti'nin çöküşünün ardından Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşu finansal sistemde de yeni bir döneme işaret eder. 1929'da Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'nun çıkarılması, organize olmayan piyasaları düzenli hale getirme çabasının ilk adımı olmuştur. Ancak hemen akabinde patlak veren 1929 dünya ekonomik krizi, II. Dünya Savaşı gibi gelişmeler henüz emekleme aşamasında olan Türk sanayi sektörünü olumsuz etkilemiş borsanın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden dönemde hisse senetlerini halka arz eden şirket sayısında ciddi artış kaydedilirken bu hisselerin çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal yatırımcılardan talep görmüştür. 1981'de Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, 1982'de menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. 1985'te ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurularak 1986'da faaliyete başlamıştır (Coşkun, 2010: 179). 2013'ye kadar faaliyetlerini devam ettiren İMKB, 3 Nisan 2013 tarihi itibarıyla özel şirket statüsüne geçerek Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) adını almıştır.

Türk finansal sistemini iki dönem dahilinde incelemek mümkündür. İlk dönem 1923'de Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşundan itibaren 1980'lere kadar olan süreci kapsayıp daha çok devletin güdümünde bir finansal sistemin hakim olduğu dönemdir. Büyük ölçüde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve bankalardan oluşan bir

finansal yapı söz konusudur. Bunun temel sebebi, milli ekonominin yavaş gelişimi nedeniyle büyük ölçekli yatırımlarda genellikle özel sektörün değil devletin aktif rol oynamasıdır (Tekbaş ve diğerleri, 2011: 2). Ekonomi politikası üzerinde devletin ağırlıklı olduğu 1980 öncesi bu dönem, sermaye piyasasında işlem gören borçlanma araçlarının çoğunluğunun devlet tarafından, devlet tahvili ya da hazine bonusu şeklinde çıkarılması sonucunu doğurmuştur. Bu dönemde mevcut piyasalar da daha çok organize olmayan piyasalar özelliği göstermektedirler.

Ekonomi ve finans sisteminin bu işleyişi, 24 Ocak 1980 tarihinde alınan istikrar kararları (24 Ocak Kararları) ile ciddi değişimlere uğramış, kararların en önemli etkilerinden biri, 1981’de çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişimine yönelik olmuştur. Bu kararlar itibariyle, hakim olan dışa açılma ve liberalizasyon politikalarıyla birlikte finans sektörü önemli bir dönüşüm sürecine girmiştir. Aynı dönemde ekonomide meydana gelen yapısal değişiklikler, serbest piyasa ekonomisine geçiş ve ekonomiyi dışa açık ve rekabetçi bir hale getirme yolundaki önemli adımlardır.

Tüm ekonomik ve finansal gelişmelere rağmen, Türkiye’de kamu kesiminin önemli rol üstlendiği finansal sistemin çok derinliğinin olduğu söylenemez. Bunda büyük yatırımların devlet eliyle gerçekleştirilme eğilimi kadar yüksek kamu açıklarının da etkisi büyüktür. Bu kamu açıklarının finansmanının, yani kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin mali sektör, dolayısıyla ulusal finansal sistem üzerinde şekillendirici etkisi olduğu açıktır. Kamu sektörünün paraya olan bu ihtiyacı, piyasadaki fonların büyük bölümünün kamuya yönelmekte, özel sektörün payı nispeten düşük kalmaktadır. Bununla birlikte, 2005’ten bu yana finansal sistemde özel sektörün etkinliği teşvik edilmiş ve olumlu büyüme oranlarının da etkisiyle borçlanma araçlarında özel sektörün payı artmaya başlamıştır.

3.1.1.1. İMKB’den BIST’e Dönüşüm

1985’te resmen kurularak 1986’da faaliyetlerine başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), uzun yıllar kamu kurumu statüsünde işleyişini sürdürmüştür. 1990’lar itibariyle küresel finansal sistemlerdeki değişimler sonucu borsaların

şirketleşmeleri gündeme gelmiş, bu değişimin Türkiye'deki etkileri 2000'lerin başından itibaren hissedilmeye başlanmıştır. İMKB, 30 Aralık 2012 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ)⁹ adını alarak sermaye piyasası altındaki borsaları (İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem Borsası'nı alarak) tek çatı altında toplayarak şirketleşmiştir. Yeni kurulan Borsa İstanbul, 3 Nisan 2013 tarihi itibarıyla faaliyet izni alarak etkinliğine başlamıştır.

Borsa İstanbul A.Ş.'nin pay defterinde kayıtlı 199 adet ortağı bulunmakta olup ortaklık yapısına ilişkin tablo aşağıda sunulmuştur.

Tablo 8: BİAŞ Ortaklık Yapısı

Ortak	Yüzdesi	Değeri
Hazine	% 49.00	207,384,660 TL
Borsa İstanbul A.Ş.	% 36.60	154,903,644 TL
NASDAQ OMX	% 5.00	21,161,700 TL
TSPB	% 1.30	5,502,042 TL
Diğer	% 8.10	34,281,954 TL
TOPLAM	% 100.00	423,234,000 TL

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/kurumsal-yonetim>

BİST'in en büyük hissesi %49 ile Hazine'ye aittir. Borsa İstanbul A.Ş., yani şirketin kendisi sahip olduğu %36 oranında hisse ile şirketin ikinci büyük ortağıdır. NASDAQ OMX Grup, %5 oranında hisse ile BİST'in stratejik ortağı olarak yerini almıştır. ABD'nin önemli hisse senedi piyasalarından NASDAQ Grubu'nun, 2008'de İskandinavyalı borsa grubu OMX Grubu'nun %97 hissesini, Dubai Borsası ile yaptığı anlaşma çerçevesinde satın alması ile iki borsa birleşmiş ve NASDAQ OMX doğmuştur. BİST'in dördüncü önemli ortağı ise, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'dir. Birliğin ortaklık payı %1.30 oranındadır. Geriye kalan %8.10 pay ise farklı kategorilerdeki şirketler tarafından satın alınmıştır.

⁹ BİAŞ kısaltması, Borsa İstanbul'un kurumsal kimliğini yansıtmakta olup, borsa isminin kısaltması olarak BİST kısaltması kullanılmaktadır.

Türkiye Pay Piyasası bünyesinde 4 temel pazar bulunur. Bunlar; Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Kurumsal Ürünler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'dır. Bunlar dışındaki pazarlar geçici nitelik taşımaktadır.

3.1.1.2. Türkiye Pay Piyasası GZFT Analizi

Türkiye Pay Piyasası¹⁰, her gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasaları gibi güçlü ve zayıf yönler, fırsatlar ve tehditler barındırmaktadır. Bunlar yatırımcılar (fon arz edenler) tarafında, yerli ve yabancı yatırımların Türkiye piyasalarında değerlendirilmesi gibi bireysel ve kurumsal kararları; kurumlar (fon talep edenler) tarafında ise, halka arz olma, borsada işlem görme, fonlara yatırım yapma gibi yönetsel ve stratejik kararları etkilemektedir. Bütün bu faktörler bir bütün olarak düşünüldüğünde, pay piyasasının gerek kısa gerekse uzun vadede ülke finansal yapısını, dolayısıyla milli ekonomiyi şekillendirici güce sahip olduğu açıktır. Aşağıda Türkiye Pay Piyasası'na yönelik GZFT Analizi sunulmuştur.

3.1.1.2.1. Güçlü Yönler

- Borsa İstanbul'un öne çıkan güçlü yönlerinden ilki dünyadaki en likit borsalardan biri olmasıdır. 2014 sonu itibarıyla %191 devir hızıyla NASDAQ OMX ve Şenzen Borsası'ndan sonra en likit 3. borsa olarak dikkat çekmektedir. Bu durum, yatırımcıların menkul kıymetlerini fiyat ve süre avantajı yaşayarak dönüştürmelerine imkan sağlamakta, bu avantaja sahip yatırımcılar diğer birçok ülke borsası karşısında BIST'i tercih edebilmektedirler. BIST toplam portföy değerindeki yaklaşık %63'lük yabancı payı, bu durumu destekler niteliktedir.

- BIST, getiri performansı açısından birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasaları arasında pozitif ayrılmaktadır. Her ne kadar volatilitesi yüksek bir borsa olması, zayıf yönleri arasında değerlendirilebilecek olsa da, özellikle uzun vadeli yatırımlar için en çok kazandıran yatırım platformları arasında gösterilmektedir (Ak, 2014: 7). Ayrıca

¹⁰ Pay Piyasası (PP), Borsa İstanbul kotuna alınan veya alınmayan payların ve ilişkili menkul kıymetlerin (Rüçhan Hakkı Kuponu, Varant, Sertifika, Borsa Yatırım Fonu vb.) borsa yönetim kurulu tarafından açılan çeşitli pazarlarda işlem gördüğü piyasanın genel adıdır (BIST, Cevaplarla Borsa ve Sermaye Piyasası Raporu, t.y.: 17). Farklı sektörlerden şirketlerin paylarının işlem gördüğü PP, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılara organize bir yatırım ortamı sağlamaktadır.

Bloomberg'in takip ettiği 90 ülke arasında BIST100, 2014 Ekim ayının 'en yüksek getiri sağlayan', Kasım ayının ise 'en yüksek 3. getiri sağlayan' endeksi olmuştur. Bu iki aydaki getiri %15 iken, 2014 sonu itibariyle yıllık getiri %26'ya ulaşmıştır (Başaran, 2014: 5). 2004-2014 yılları arasındaki ortalama getiri yüzdesi ise dolar bazında %21,3 olarak kaydedilmiştir.

- 2013 yılı itibariyle İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nı tek çatı altında toplayarak şirketleşen BIST, dünyadaki son dönem borsa trendlerini takip eden yenilikçi bir borsa olduğunu kanıtlamıştır. Yürürlüğe giren yeni Sermaye Piyasası Kanunu, muhasebe standartlarının Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi ile uyumlulaştırılması, etkin bağımsız denetim, kamuyu aydınlatma, borsa bünyesinde devreye alınan yeni piyasalar, çeşitlendirilen yatırım araçları, NASDAQ OMX ile başlatılan stratejik işbirliği de bu yenilikçi hareketlere ivme kazandıran gelişmeler olmuştur. Tüm bu faaliyetlerle kısa ve orta dönemde hedeflenen;

“...farklı ülkelerden şirketlerin işlem gördüğü, bölgesindeki ülkelere finans teknolojisi ihraç eden, farklı finansal araçların en etkin ve şeffaf biçimde fiyatlandığı, Hong Kong ile Frankfurt arasındaki bölgede küresel bir finans merkezi” haline gelmektir (Turhan, 2014: 2).

- Türk finansal piyasalarına giriş ve çıkışlarda yabancı yatırımcıya herhangi bir ağırlaştırılmış hüküm bulunmaması ve sermaye hareketliliğine serbesti tanıyan düzenlemeler, yabancı yatırımcı tabanının artmasına olanak sağlamakta, bu da işlem hacmine olumlu yansımaktadır (T.C. Başbakanlık ve Devlet Planlama Teşkilatı, Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007: 56).

- Sektörün güçlü yönlerinden bir diğeri de, genç, yetişmiş, yeniliklere açık insan kaynağına sahip olmasıdır. (Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007: 55).

3.1.1.2.2. Zayıf Yönler

- Türkiye Pay Piyasası'nın en zayıf yönlerinden birinin, gerek fon arz edenler gerekse fon talep edenler tarafındaki güven eksikliği olduğu açıktır. Geçmişte özellikle, yatırımcının aracılık sistemi dolayısıyla maruz kaldığı riskler, ekonomik ve politik sarsıntılar karşısında güçlü konumunu koruyamayan borsa, gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcı nezdinde güveni sağlayamamış, bu da tasarrufların ekonomiye aktarılması sürecini sekteye uğratmıştır. Bugün gelinen noktada, şirketleşen BIST'e

yönelik marka güveninin ve tüketici (yatırımcı) güveninin tekrar sağlanması piyasanın öncelikleri arasında gösterilmektedir. Buna yönelik atılan adımlar arasında, yeni sermaye piyasaları kanunu, halka arzlarda belli bir disiplin sağlanması, borçlanma araçları ihracında seçici bir yaklaşım sergilenmesi, şeffaflık gibi faktörler sayılabilir.

- Sermaye piyasasını olumsuz etkileyen etmenlerin başında Türkiye'deki tasarruf oranlarının düşüklüğü gelmektedir. Gerek kamu gerek özel sektör gerekse bireyler düzeyindeki tasarruf oranlarımız, OECD ülkelerinin ve hızlı büyüyen ekonomilerin tasarruf oranlarının altındadır. Bu durum milli gelire olan ilişkisinin yanı sıra, finansal okuryazarlık oranının düşüklüğü, sermaye piyasalarına karşı güvensizlik, tasarruf kültürünün yerleşmemiş olması gibi değişik faktörlere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Deloitte Türkiye, Türkiye Finans Sektörü Raporu, t.y.:9; T.C. Kalkınma Bakanlığı, Onuncu Kalkınma Planı, 2014; TSPB, Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı Sonuç Raporu, 2012: 11).

- Yeterince derinliği yakalayamamış olan pay piyasası arz talep dengesizliklerini fazlasıyla yansıtmakta, bu da yüksek volatilité ile sonuçlanmaktadır (Türkiye Sermaye Piyasaları Raporu, 2012: 60). BIST100 endeksinin yüksek volatilitesi, en büyük zayıflıklarından biri olarak görülmektedir. Getiri performansı açısından yukarıda ifade edildiği gibi en iyiler arasında olmasına karşın, yurtiçi ve yurtdışı ekonomik, politik, toplumsal vb. gelişmelerden en hızlı ve en çok etkilenen borsalar arasında olan BIST'in, özellikle kısa dönemli yatırımlar için yüksek oranda sistematik risk içerdiği söylenebilir.

- Türkiye Pay Piyasası toplam piyasa değerinin, ülke ekonomisi içinde yeteri kadar önemli bir paya sahip olmadığı görülmektedir. Bu durumun göstergesi olarak, toplam piyasa değeri / GSYH oranı alınmaktadır. Bu sıralamada BIST, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarının gerisinde kalmaktadır.

- Türkiye sermaye piyasalarının zayıflıklarından bir diğeri, kalite sorunu olarak gösterilmektedir. Geçmişteki bazı olumsuz uygulamalarla yatırımcıyı mağdur ederek güven unsurunu zedeleyen bu sorunun, yatırımcıyı sermaye piyasalarından uzaklaştırdığı sıklıkla ifade edilen bir durumdur. Bu sorunun çözümüne yönelik yapılan çalışmalar arasında, piyasanın yeni kanunla regüle edilmesi, büyük ölçüde AB kriterlerinin uygulanması, mevzuatın İngilizce'ye çevrilmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaştırılması sayılabilir (Ertaş, 2014: 2).

- Türkiye finansal sisteminin güçsüz yönleri arasında büyümemesi sorunu özel bir öneme sahiptir. Bu konunun sadece finansal sistemi ilgilendiren bir konu olmadığı

altını çizen SPK Başkanı Vahdettin Ertaş (2014: 2), sorunun çözümüne yönelik kişi başı gelirin artırılması, yatırım alışkanlığının geliştirilmesi, yatırımcı memnuniyetinin sağlanması, ekonomik göstergeler, küresel piyasalardaki gelişmeler gibi bir dizi değişkenin etkili olduğundan bahsetmektedir.

- Güven eksikliği ile perçinlenen diğer bir sorun yatırımcı finansal bilgi eksikliği ve dolayısıyla yatırımların tabana yayılamamasıdır. Aynı sorunun arz tarafında da etkili olduğu açıktır. Bunun bir sonucu olarak, sermaye piyasası gelişmemekte, yatırımlar ağırlıklı mevduat olmak üzere klasik araçlarla karşılanmakta ya da yastık altında tutulmaktadır. Son dönemde sermaye piyasası kurumları tarafından başlatılan bilgilendirme toplantıları, eğitim etkinlikleri, yatırım yapma ve halka arz olmaya yönelik hazırlanmış çeşitli kılavuzlar, 'borsanedir.tv' gibi projeler sorunun çözümüne yönelik atılan adımlar olsa da, beklenen değişiklikler henüz başarılabilmiş değildir.

- Piyasaya yatırım yapan ya da yapmayı düşünen yatırımcılar, yatırımlarını oldukça kısa vadeli düşünmektedirler. Bu durum, uzun vadeli tasarruf oranlarının düşüklüğünde önemli bir faktördür.

- Oldukça düşük olan pay piyasasındaki yatırımcı tabanının, portföy büyüklüğünde oldukça yetersiz kaldığı görülmektedir. Toplam bakiye oranı tutarının en yüksek payını gerçekleştiren yerli bireysel yatırımcıların yaklaşık %80'i, 10.000TL'nin altında portföy değerine sahiptir. Bu oran birçok ülke ile karşılaştırıldığında oldukça düşük bulunmaktadır.

- Pay piyasasında yerli kurumsal yatırımcının, özellikle yabancı kurumsal yatırımcılarla kıyaslandığında oldukça düşük oranda kaldığı görülmektedir.

- Halka arzlar, istenen düzeye ulaşmamakta, halka açık şirketlerin de halka açıklık oranları göreceli olarak düşük kalmaktadır (T.C. Başbakanlık ve Devlet Planlama Teşkilatı, Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007: 58).

- Toplam menkul kıymetler içinde kamu kesimi borçlanma araçları payı ile özel sektör yatırım araçları payı dengeli değildir. Her ne kadar son dönemde özel sektör teşvik edilse de, piyasaya olan güvensizliğin ve finansal bilgi eksikliğinin de bir sonucu olarak sabit getirili kamu yatırım araçları yatırımcılar tarafından güvenli liman olarak görülmeye devam etmektedir.

- Dikkat çeken bir diğer husus, kadın yatırımcı sayısı ile erkek yatırımcı sayısı arasındaki farktır. 2014 sonu itibariyle kadın yatırımcılar, erkek yatırımcıların ¼ oranında kalmakta, bu durum iş hayatında olduğu kadar aile ekonomisinde önemli roller üstlenen

kadınların finansal piyasalara yönlendirilmesi için özel çaba sarfedilmesi gerekliliğinin altını çizmektedir.

- Sermaye piyasası kurumlarının lobi gücünün yeterli olmadığı da dile getirilen zayıf yönler arasındadır (TSPB, Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı Sonuç Raporu, 2012: 11).

3.1.1.2.3. Fırsatlar

- Gelişmiş ekonomilerdeki getiri oranının düşüklüğü ve gelişmekte olan ekonomilerin makroekonomik temellerinin iyileşmekte olması, tüm dünyada likidite arzının artmasına, artan likiditenin de gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmesine neden olmuştur. Bu ortamda yüksek getiri ve likidite oranıyla Türkiye Pay Piyasası, pozitif ayrışmasını sürdürmektedir (T.C. Başbakanlık ve Devlet Planlama Teşkilatı, Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007: 60).

- Son dönemde Türkiye'nin kredi notundaki nispi iyileşmeler, piyasanın güven sağlayıcı unsurlarından olması nedeniyle fırsat olarak görülebilir. Ancak değişen ekonomik ve politik görünümle birlikte bu iyileşmeler olumlu olduğu kadar olumsuz yönde revizyona da açıktır.

- Ekim 2009'da yayınlanan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı ve akabinde İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi'nin 10. Kalkınma Planı'ndaki 25 Öncelikli Dönüşüm Programı'na dahil edilmesinin, yerli ve yabancı fon arzı ve talebi tarafında BIST'in marka değerini artırıcı etki yapacağı düşünülmektedir.

- Özellikle NASDAQ OMX ile olan ve henüz görüşme aşamasında olduğu bilinen diğer uluslararası stratejik ortaklıklar ve bölgesel işbirliklerinin, BIST'in marka değerine olumlu katkı yapacağına yönelik güçlü bir kanı mevcuttur.

- Şirket getirileri, rasyolar ve borsa performansı açısından önümüzdeki dönemde Türkiye Pay Piyasası'nın pozitif ayrışmaya devam etmesi beklenmektedir. Özellikle düşük petrol fiyatları, şeffaf ve efektif fiyatlama imkanının piyasanın önündeki fırsatlardan olduğunu söylemek mümkündür (Başaran, 2014: 5).

- Son yıllarda özellikle bireysel yatırımcının, yavaş olmakla birlikte tekrar borsaya yönelmeye başladığı görülmektedir. Bu değişimde özellikle Bireysel Emeklilik Sistemi gibi değişik finansal araçların geliştirilmesi ve devlet teşvikleriyle desteklenmesinin etkili olduğu düşünülmektedir (Levent, 2014: 2). Önümüzdeki dönemde küçük yatırımcıya

ulaşılmasında ve tasarruf oranlarının artırılmasında daha çok yol kat edilmesi beklenmektedir.

- Türkiye'nin genç ve dinamik bir nüfusa sahip olması ve bu nüfusun gelecekte tasarruf oranlarına yapacağı katkı, finansal piyasalar açısından fırsatlar arasında değerlendirilmektedir.

3.1.1.2.4. Tehditler

- Genel anlamda Türkiye sermaye piyasasının önündeki en büyük tehdidin bölgede yaşanan politik ve ekonomik huzursuzluklar olduğu açıktır. Orta Doğu'da yaşanan ve yaşanması beklenen çalkantılar, Rusya-Ukrayna gerginliği, Avrupa'dan gelen düşük büyüme oranları gibi risklerin, Türkiye ekonomisini etkilediği ve önümüzdeki dönemde de bu etkinin kuvvetlenebileceğine yönelik bir inanç mevcuttur. Sistemik riski, dolayısıyla Türkiye'nin risk primini artıran bu unsurlar, gerek fon arzı gerekse fon talebi sağlayanlar tarafından yakından takip edilmektedir. Diğer taraftan küresel anlamda Çin'in yaratacağı sorunlu krediler, yetersiz büyüme gibi olumsuzluklardan endişe edilmektedir. Tüm risklerin gerçekleşmesi durumunda, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlardan aldığı payın azalması, bunun da makro ekonomik dengelerin bozulmasına neden olabileceği düşünülmektedir.

- BIST'in güçlü yönlerinin şu ana kadar fiyatlanmış olması yani cari fiyatların içinde olması, bundan sonraki dönemde 'göreceli olarak iyi' olmanın yetmeyeceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla BIST100 için yeni hikayeler gerektiği açıktır. Bunlar arasında, şirketlerin halka açıklık oranlarının artması, daha büyük halka arzlar, endeksin bankacılık sektörü ağırlığının azalıp dengeli hale gelmesi, yerli ve yabancı yatırımcı arasındaki eşitsizliklerin giderilmesi (hisse borç alma, açığa satış, repo vb.), teknolojik altyapının iyileşmesi ve yurtdışı erişim hızının artması sayılabilir (Başaran, 2014: 5).

- 2015 ilk yarısı itibariyle Türkiye'nin önde gelen 6 grubunun şirketleri (Koç, Sabancı, İş Bankası, Anadolu Grubu, Doğuş Grubu ve Enka Grubu) BIST toplam piyasa değerinin %50.9'unu oluşturmaktadır. (Yüksel, 2014: 7). Bu durum fon talep edenler tarafındaki dengesizliklerin göstergesi olmasının yanı sıra, borsanın geleceğine dönük kırılabilirlikler arasında gösterilebilir.

- Küreselleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi neticesinde, pay piyasasındaki yabancı yatırımcı oranı 2005'ten itibaren yani son 10 yılda %60'ın üstünde

seyretmektedir. Bu oran 2014 itibariyle yaklaşık %63 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca bugün gelinen noktada aracı kurumların üçte biri de yabancı sermayelidir. Bu durum, piyasaların yabancı yatırımcı çekebilme potansiyeli açısından olumlu görünse de, aynı zamanda kendi içinde bazı olumsuzluklar barındırmaktadır. Yatırımların tabana yayılması politikasından ziyade ‘yatırımların yabancıya yayılması’ politikasına hizmet eden bu durumun, yerli tasarruf sahiplerini finansal piyasalardan dışlama etkisi gösterdiği, yerli yatırımcının kendi piyasalarında azınlık ve etkisiz duruma geldi düşünülmektedir (Yıldırım, 2014: 4).

- Sürdürülebilir ekonomik büyümede ve AB üyelik sürecinde, gerek yurtiçi gerekse küresel nedenler dolayısıyla aksaklık yaşanmasının pay piyasasını da olumsuz etkileyeceği düşünülmektedir.

3.1.2. İrlanda Borsası'nın Gelişimi

1800'ler ve öncesi İrlanda ekonomik gelişimini, endüstriyel ve ticari kapital eksikliği ile tanımlamak mümkündür (Black, 1960: 134). Dönemde şirketleşmeye yönelik kısıtlamalar dahil çeşitli yasal engellerin, hisseleri halka açık şirketlerin kurulmasını ve gelişmesini engelleyerek bu durumun ortaya çıkışına katkıda bulunmuş olduğu düşünülmektedir (Hickson ve Turner, 2005: 3). Bu durumun ülkede organize bir borsanın kuruluşu ve işleyişini sekteye uğrattığını söylemek mümkünse de, İrlanda Borsası'nın (ISE) temelleri 1793'e dayanmaktadır. Zamanla daha küçük bölgesel borsaları da içine alan Dublin Borsası, Avrupa tarihinin en eski borsalarından olup 1886'ya kadar İrlanda'daki tek organize borsa olma özelliğini korumuştur. İrlanda ekonomik yapısıyla paralel olarak Dublin Borsası'nda, demiryolu şirketleri ve bankalar önemli paya sahip olmuş, ayrıca bira ve giysi endüstrileri de etkinliklerini korumuştur (Hickson ve Turner, 2005: 6-14). 1971'de Dublin Borsası'nın adı İrlanda Borsası olarak değişmiştir (İrlanda Borsası Tarihi Gelişimi, <http://www.ise.ie/About-ISE/History/>).

Tarihi boyunca Londra Borsası ile sıkı ilişkiler içinde olan İrlanda Borsası, 1973 tarihinde Büyük Britanya ve İrlanda Cumhuriyeti Uluslararası Borsası'na (International Stock Exchange of Great Britain and the Republic of Ireland) kabul edilmiş ve böylece iki ülke borsası birleşmiştir. Ancak birliklerini uzun süre devam ettiremeyen bu borsa oluşumu 1990'larda kademeli olarak ayrılmaya başlamıştır. Öncelikle 1990 Şirketler Yasası, İrlanda Borsası'na kendi kendini düzenleme yetkisi tanımış, ardından 1995 Borsa Yasası ile iki

borsa resmen ayrılmıştır (Chelley-Steeley ve Lucey, 2008: 284). İrlanda Borsası, limited şirket (Irish Stock Exchange Limited) olarak devam etmiştir.

Dünyadaki değişen borsa trendleri İrlanda Borsası'nı da etkilemiş, küresel rekabet ve ilişki ağları içinde yerini korumak ve yatırımcı ihtiyaçlarına daha etkin şekilde cevap vermek isteyen ISE, Nisan 2014 tarihinde kurumsal yapısında değişikliğe giderek kar amaçlı şirkete dönüşmüştür (ISE Pay Senetleri Yöneticisi ile kişisel görüşme, 15/12/2015). Eski kurum yapısında bulunan 'garantör' şirket kapsamındaki 6 aracı kuruma hisse verilmiş ve sahiplik yapısı şöyle olmuştur (Reddan, 2014: 1);

Tablo 9: ISE Ortaklık Yapısı (2015)

Ortak	Yüzde
J & E Davy	%37.5
Goodbody Stockbrokers (Aracı Kurum)	%26.2
Investec Capital & Investments (Ireland)	18%
Royal Bank of Scotland	%6.3
Cantor Fitzgerald Ireland	6%
Campbell O'Connor and Company	6%
TOPLAM	% 100.00

Kaynak: <http://www.ise.ie/About-ISE/Corporate-Structure/>

Eylül 2015 tarihi itibarıyla, Royal Bank of Scotland borsa hissedarları arasında bulunmamaktadır. Aynı tarihte ISE, European Wholesale Securities Market Limited'in %80 hissesine; ISE Services Limited'in ise tamamına sahiptir (<http://www.ise.ie/About-ISE/Corporate-Structure/>).

ISE'de faaliyetlerine devam eden 4 pazar bulunmaktadır. Bunlar; Temel Menkul Kıymetler Piyasası (Main Securities Market); Global Döviz Piyasası (Global Exchange Market); Gelişmekte olan Şirketler Piyasası (Enterprise Securities Market) ve hem İrlanda hem de Amerika'da işlem görmek isteyen şirketler için Atlantik Menkul Kıymetler Piyasası (Atlantic Securities Market).

ISE’de pay piyasasında hesaplanan indeksler, ISEQ Overall, ISEQ Financial, ISEQ General, ISEQ Small Cap, ISEQ ESM ve ISEQ 20’dir. Bunlar arasında ISEQ Overall endeksi (ISEQ), İrlanda Pay Piyasasında işlem gören tüm şirketlerin (Birleşik Krallık’a kayıtlı olanlar hariç) performanslarını içeren temel endeks olarak kullanılmaktadır.

İrlanda Borsası, diğer pek çok Avrupa ülkesi borsası ile karşılaştırıldığında nispeten küçük kapitalizasyon ve işlem hacmi oranlarına sahip bir borsadır. Ancak Avrupa Birliği içinde yer alması, Euro para birimini kullanması, uluslararası anlamda entegre bir ekonomik sistemin varlığı gibi nedenlerle açık ekonomi özelliği sergilemekte, özellikle İngiltere ve Almanya borsaları ile sıkı ilişki içinde bulunmaktadır. İrlanda Merkez Bankası’nın, 1 Ocak 1989’da İrlanda vatandaşları için orta ve uzun dönemli yabancı menkul kıymetlere yatırım yapma, 1 Ocak 1992’de ise yabancı para birimi edinimi konusundaki tüm engellerin kaldırılmasıyla serbestleşme süreci hız kazanmış ve İrlanda ekonomik sisteminin uluslararası entegrasyon sürecinin önü açılmıştır (Alles ve Murray, 2001: 137-138).

3.1.2.1. İrlanda Pay Piyasası GZFT Analizi

İrlanda Pay Piyasası’na yönelik GZFT analizi aşağıda sunulmuştur.

3.1.2.1.1. Güçlü Yönler

- İrlanda Borsası, küçük ölçekli ancak uluslararası, dinamik bir borsa yapısı sergilemektedir.
- Gelişmiş finansal piyasaların ortak bir özelliği olarak İrlanda finansal piyasaları, temel ürün ve sistemlerin gelişimini destekleyebilecek güçlü bir altyapıya sahiptir (İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu, 2015: 31).
- 2004-2013 periyodunda borsada yaratılan özel sermaye fonu 23,5 milyar Euro’ya ulaşmıştır. Bunun 20,1 milyar Euro’su İrlanda temelli şirketlerden, 3,4 milyar Euro’su ise uluslararası şirketlerden elde edilmiştir (İrlanda Pay Piyasası Raporu, 2014).
- Uluslararası yatırımcı tercihlerine bakıldığında, kurumsal düzeydeki yatırımcıların ISE’yi seçmesindeki başlıca nedenler, kote olma işlemlerinin etkinliği, ISE ve Merkez Bankası’nın deneyim ve itibarı, uzmanlık ve teknik bilgi, iletişim becerileri,

makul işlem ücretleri ve etkin pazar seçimleri olarak sıralanmaktadır (İrlanda Pay Piyasası Raporu, 2014).

- Risk ve getiri açısından incelendiğinde ISE'nin, sıklıkla karşılaştırılan İngiltere ve Almanya borsalarına göre 1990-2003 periyodunda daha iyi performans gösterdiği (daha yüksek getiri ve daha düşük risk), ayrıca Euro'ya geçişin İrlanda borsasını diğer pek çok Avrupa borsasına nazaran daha iyi etkilediği ileri sürülmektedir (Cotter, 2004: 47).

- 2015 yılı itibariyle ISE, WFE'ye kayıtlı borsalar arasında en yüksek performansı gösteren 4. borsa olarak dikkat çekmektedir.

- İrlanda, yetenekli, iyi eğitilmiş, genç iş gücü ile diğer birçok Avrupa ülkesinden farklı bir özellik göstermektedir. Bu hazır iş gücünün özellikle finans sektörüne katkısının büyük olduğu düşünülmektedir (İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu, 2015: 21).

- ISE bünyesinde çalışan nitelikli eleman sayısı 263,000'dir (İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu, 2015: 31).

- Finansal kriz sonrasında sektöre yönelik yasaları gözden geçiren ve hassasiyetle tüketiciyi korumaya yönelik uygulamalar geliştiren İrlanda finansal piyasaları, yönetsel anlamda yatırımcıya iyi fırsatlar sunmaktadır (İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu, 2015: 28).

- Temel olarak ticaret ve yatırıma dayalı küçük, açık ekonomiye sahip İrlanda'da son dönemde uygulanan teşvik edici vergi uygulamaları, birçok uluslararası firmayı ülkeye çekmiş (Dell, Twitter, HP, Yahoo, Intel, SAP, Oracle, Google), bu da ülke ekonomisinin, özellikle de finansal sistemin gelişiminde büyük rol oynamıştır.

- 1987'den beri işlerliğini devam ettiren Dublin Uluslararası Finans Merkezi, bugün direkt olarak sağladığı 35.000'den fazla iş imkanı ile ekonominin önemli bir dinamiğini oluşturmaktadır (İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu, 2015: 4).

- Borsanın ülke ekonomisi açısından önemi (piyasa değeri / GSYH) giderek artış göstermekte, bu da yatırımcı tabanının genişleyip portföy değerinin yükseldiğini göstermektedir (Bkz: Grafik 10).

3.1.2.1.2. Zayıf Yönler

- Uluslararası ancak küçük bir borsa özelliği gösteren İrlanda Borsası'na kote şirketlerin büyük bölümüne ait işlem hacmi oldukça zayıftır. Mevcut işlem hacmi de fazla sayıda olmayan şirket tarafından paylaşılmış durumdadır (Cotter, 2004: 670).

- İrlanda Borsası, Borsa İstanbul'a benzer şekilde halka açık şirket sayısında istenilen artışı sağlayamamaktadır. Bunun temel nedeni, çoğu şirketin öncelikle Londra, daha sonra diğer Avrupa ve Amerika borsalarında listelenmeyi tercih etme eğilimleridir (Lucey, 2005: 106).

- Kıta Avrupa'sı ve Amerika'daki tüketim ve yatırım kalıplarından farklı olarak, İrlandalı tüketiciler arasında pay senedine yatırım yapma davranışı nispeten daha zayıf görünmektedir. Ancak tüketiciler bireysel emeklilik vb. yollarla dolaylı olarak pay piyasasına yatırım yapmaktadırlar (Allis ve McCallig, 2007: 1).

- ISE'deki düşük işlem hacmi, zayıf hisse fiyatları olasılığını gündeme getirmekte, bu da gerek mevcut gerekse potansiyel yatırımcılar için olumsuz bir durum olarak algılanmaktadır (Cotter, 2004: 44).

- ISE, 2015 yılı itibariyle %14'lük likidite oranıyla, çok derinlikli bir piyasa örneği göstermemektedir.

- Endeks getirisi açısından stabil bir yapı sergilemeyen ISE, bir dönemi kıpırdamadan geçirip, bir sonraki dönem hızlı iniş ve çıkışlar yaşayabilmektedir (Bkz: Grafik 16).

3.1.2.1.3. Fırsatlar

- Avrupa'daki en eski borsalardan olan İrlanda Borsası, özellikle Londra Borsası (LSE) ile sıkı entegre bir borsa olarak dikkat çekmektedir (Kearney, 1998: 85). Bunda ortak tarih, aynı zaman diliminde bulunma, benzer yasal sistemler, ortak dil gibi faktörler etkilidir.

- İrlanda Borsası'na işlem gören şirketlerin çoğu aynı zamanda Londra Borsası'nda da işlem görmektedir (Bredin ve Hyde, 2008: 316). 2015 itibariyle, şirketlerin %74'ü İrlanda'da, %89'u ise hem İrlanda hem Londra borsasında işlem görmektedir (İrlanda Borsası Yıllık Raporu, 2015: 9).

- Gelişmiş ve yüksek kapitalizasyona sahip Londra Borsası'na yönelik olumlu yatırımcı yargısının ISE'ye de olumlu yansıdığı düşünülmektedir (Mulligan, 1996: 126).
- İrlanda Pay Piyasası'nda işlem gören şirketlerin %88'i ikinci bir piyasada da işlem görmekte, bu da şirketlerin likiditesini artırıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır (İrlanda Pay Piyasası Raporu, 2014).
- Euro'nun gelişimi ve ortak bir finansal pazar yaratma girişimleri sonucunda ISE ve Almanya Borsası arasında ilişkiler oldukça gelişmiştir. İki borsa arasında yatırımcı portföy çeşitlemesi açısından yüksek potansiyel olduğu tespit edilmiştir. ISE'nin yakın ilişkili olduğu diğer borsalar ise Amerika borsalarıdır (Cotter, 2004: 52-53).

3.1.2.1.4. Tehditler

- ISE'deki ilk beş şirket, borsa genel endeksi olan ISEQ değerinin %60'ndan fazlasını, işlem hacminin ise %75'nden fazlasını oluşturmaktadır. BIST'e benzer olan bu durum, borsada işlem gören diğer şirketler için oldukça dar bir işlem hacmi anlamına gelmekte (Cotter, 2004: 44), dolayısıyla borsaya kote olma konusunda caydırıcı bir unsur olarak göze çarpmaktadır.
- Borsaya kote şirket sayısında, 2000 yılı başlarına göre ciddi azalma dikkat çekicidir (Bkz: Grafik: 12).
- BIST'e benzer şekilde, ISE de sektör ağırlıklı bir borsadır. Pay Piyasası'nın %29'unu maden sektörü (petrol, doğalgaz arama şirketleri vb.); %19'unu finans sektörü (bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar vb.); %17'sini ise tarım sektörü (yiyecek, içecek firmaları) oluşturmaktadır (İrlanda Pay Piyasası Raporu, 2014).
- Pay piyasasındaki sektör ağırlıklı bu durumun, gerek yerli ve yabancı, gerekse bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından sağlıklı bir portföy çeşitlemesini engeller nitelikte olduğu söylenebilir.
- Gelişmiş ve yüksek işlem hacmine sahip Londra Borsası ile entegre bir özellik sergileyen İrlanda Borsası, bu borsadaki volatilité ve getiri durumlarına oldukça duyarlı görünmektedir (Alles ve Muray, 2001: 138). Diğer bir ifadeyle Londra Borsası ve sıkı ilişki içinde olduğu düşünülen Almanya ve Amerika borsalarından İrlanda Borsası'na yayılma etkisinden (spillover effect) bahsetmek mümkündür.

- İrlanda Borsası'ndaki yatırımcıların %67'si uluslararası yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu özelliği ile Türkiye Pay Piyasası'na benzerlik gösteren ISE'nin kırılğan bir yapıda olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

3.2. Borsa İstanbul ve İrlanda Borsası'nın Pazarlanabilirlik Açısından Karşılaştırılması

Hem pazarlama hem de finans disiplinde sıklıkla dile getirilen *pazarlanabilirlik* kavramı, bir varlığın kolayca nakde dönüştürülebilmesi, geniş alıcı ve satıcı kitlesi bulabilmesi (Miclea ve Sacui, t.y.: 573-574); belli bir mal ya da hizmetin satılabilme başarısı (Yoon ve diğerleri, 2013: 433); mevcut ya da tahmin edilen piyasa şartları altında belli bir varlığın satılma, kullanılma ya da kiralanma olasılığı (Siebold, 2013: 239); daha fazla piyasa değeri yaratan faaliyetler bütünü (Luo, 2001: 627) gibi değişik şekillerde tanımlanmaktadır.

Bu çalışmaya konu olan pay piyasalarının pazarlanabilirliği kavramının, daha çok piyasa değeri yaratılmasıyla ilgili olduğu, bunun da daha fazla yatırımcı çekme, karlılık gibi olumlu sonuçlara yansıtacağı düşünülmektedir. Finansal bakış açısıyla piyasa değeri kavramı daha çok performans, gelir, kar, iş gücü, hisse değeri vb. faktörleri dikkate alarak farklı yöntemlerle ölçülmektedir. Finansal anlamda bir varlığın pazarlanabilirliği, aynı zamanda onun likiditesinin de bir göstergesidir (Hamilton, 1978: 487; Tinic ve West, 1974: 732). Pazarlama bakış açısıyla piyasa değerinin ise, daha çok tüketici temelli marka değeri ile paralel bir anlam ifade ettiği düşünülmektedir.

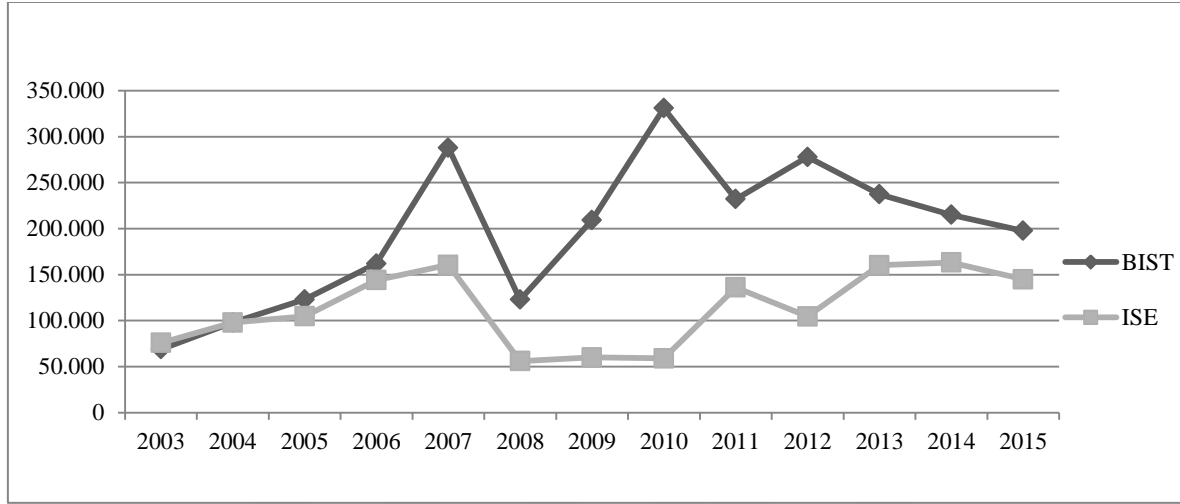
Bu çalışmaya konu olan Türkiye ve İrlanda Pay Piyasaları'nın pazarlanabilirlik açısından değerlendirilmesi, bu pazarlara yatırımcı temelli marka değeri kazandıran çeşitli unsurların (piyasa göstergelerinin) analizine dayanmaktadır. Bu göstergeler aşağıda analiz edilmiştir.

3.2.1. Piyasa Değeri (Kapitalizasyon)

Bir borsada işlem gören şirketlere ait pay senetlerinin değeri ile toplam pay senedi sayılarının çarpılması, o borsanın *piyasa değerini* ya da *piyasa kapitalizasyonunu* verir.

Piyasaların büyüklüğünün bir göstergesi olarak kullanılan bu değer, özellikle uluslararası karşılaştırmalarda ölçüt olarak kullanılmaktadır. Yıllar itibariyle BIST ve ISE'nin piyasa değerlerinde gerçekleşen artış ve azalışlar Grafik 8'de sunulmuştur.¹¹

Grafik 8: BIST - ISE Piyasa Değeri Karşılaştırması (mln US\$)



Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) İstatistikleri

BIST'te (o dönemki adıyla İMKB) işlem gören şirketlerin piyasa değeri, 2000 yılına kadar halka arzların ve değer artışlarının etkisiyle artmıştır. 2003 yılı itibariyle kayda değer bir büyüme yakalayan BIST, 2007'ye kadar büyümesini devam ettirmiş ancak 2008 küresel krizinin Türkiye'de hissedilmesiyle önemli kayıplar yaşamıştır. Krizin ardından yükselen BIST piyasa değeri, 2011'deki ekonomik kriziyle tekrar düşerek 2009 yılı seviyelerine gerilemiştir. 2012 yılı itibariyle toparlanan borsa yükselişini devam ettirememiştir. 2013 yılından günümüze düşüş trendini sürdüren piyasa değerine borsa performansındaki düşüş de eşlik ederek, hem piyasanın kendisi küçülmekte hem de yatırımcısına kaybettirmektedir.

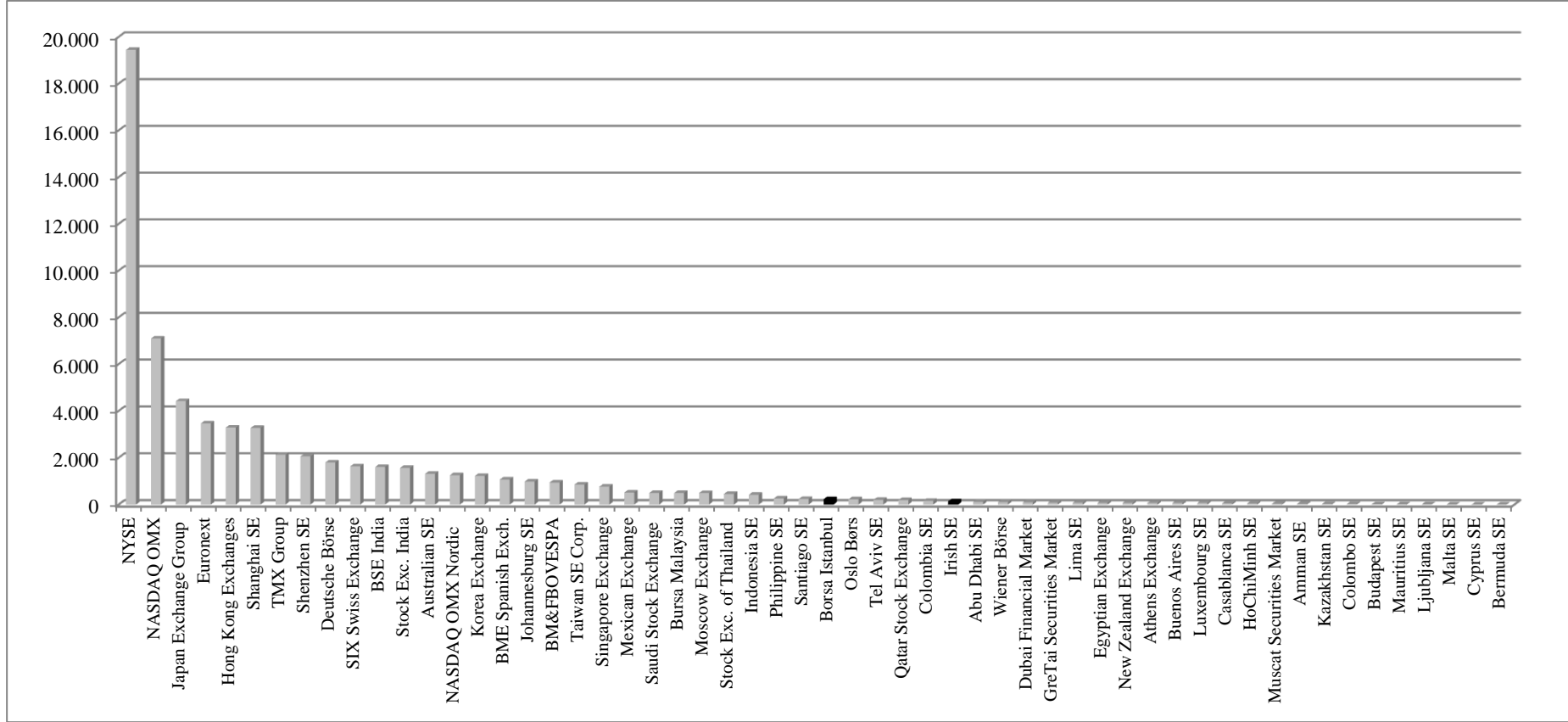
İrlanda ekonomisi 90'lı yılların ortalarından 2000'li yılların ortalarına kadar Avrupa ortalamasının çok üstünde büyümüş ve bu dönem 'Celtic Tiger' [Keltik Kaplanı]

¹¹ İki borsanın karşılaştırılmasında standart sağlamak amacıyla, Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) verileri temel alınmıştır. Yayınlanan veriler 2003 yılı itibariyle başlamakta olup, sadece borsaların ana pazarlarındaki şirketleri (gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dahil) kapsadığından borsaların kendi sayfalarındaki verilerle örtüşmeyebilmektedir. Kullanılan veriler her yılın Ekim ayı sonu verileridir.

olarak tarihe geçmiştir. Artan uluslararası yatırımlar ve büyüyen ekonomi borsaya da olumlu yansımış, 2006 yılına kadar ISE piyasa değeri, BIST'e oldukça yaklaşmıştır. Ancak 2008 yılında İrlanda ekonomisi resesyona girmiş, bu durum ekonomik ve sosyal hayatta şiddetli şekilde hissedilmiştir. Aynı dönemde büyük düşüş yaşayan borsa 2011'de tekrar yükselişe geçmiştir. Ancak bu kez de ekonomik krizin etkisiyle düşen piyasa değeri, günümüzde hala toparlanma çabasıdadır. Diğer taraftan, 2015 yılı itibariyle piyasa değeri ya da büyüklük olarak birbirine oldukça yaklaşan BIST ve ISE, bu şekliyle iyi bir karşılaştırma imkanı sunmaktadır. WFE üyesi borsaların karşılaştırmalı piyasa değerleri aşağıdaki grafikte sunulmuştur. Grafik, borsa büyüklüklerinin karşılaştırmalı bir göstergesi niteliğinde olup, BIST ve ISE'nin global kapitalizasyon pastasından aldığı paylar da görülmektedir.



Grafik 9: WFE'ye Üye Borsalar Toplam Kapitalizasyon Karşılaştırması (2014, mlr US\$)



Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)¹²

¹² Grafiğe sadece WFE üyesi borsalar dahil edilmiş olup, borsaların sıralamada kaçınıcı sırada oldukları kasıtlı olarak verilmemiştir. Amaç, en büyük borsadan en küçük borsaya doğru bir liste yapmak değil, borsaların nispi büyüklüklerine bir referans sunmaktır.

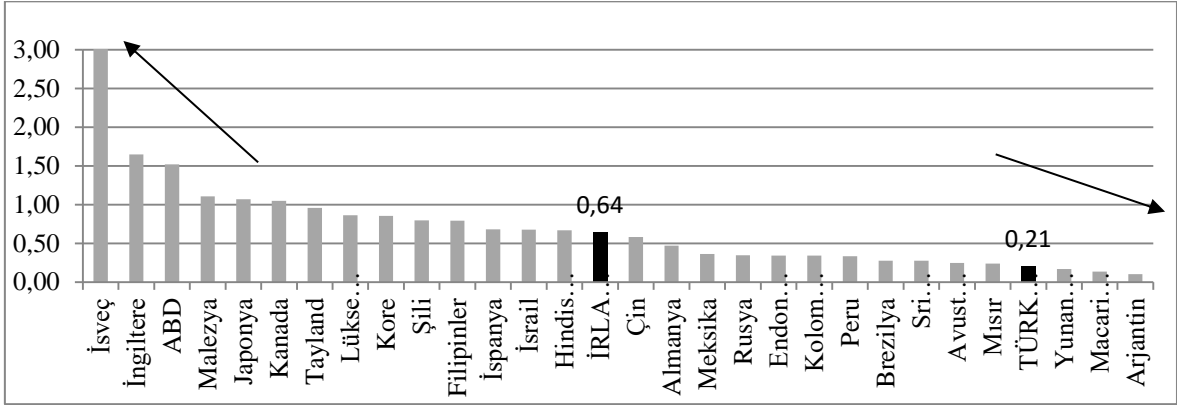
2014 yılı borsalar arası kapitalizasyon karşılaştırmalarına bakıldığında, en büyük borsanın New York Borsası (NYSE) olduğu görülmektedir. En büyük ikinci borsa yine bir ABD borsası olan NASDAQ OMX gruptur. Bu iki Amerikan borsasının dünya borsa kapitalizasyonunun önemli bir kısmını karşıladığı görülmektedir. En büyük borsalar grubuna, Amerika ve Avrupa borsalarının yanı sıra, Asya Pasifik bölgesindeki borsaların (Japonya, Hong Kong, Şenzen, Şangay, Hindistan gibi) da egemen olduğu görülmektedir. Grafikte ayrıca dikkat çeken, Afrika ve Orta Doğu bölgesinde yer alan birçok borsanın oldukça küçük piyasa kapitalizasyon oranlarına sahip olmasıdır. TSPB, Türkiye Sermaye Piyasası raporuna göre (2013: 17), toplam piyasa değerinde ABD, Kanada ve Güney Amerika ülkelerinin yer aldığı 10 Amerikan borsası %44; Asya ve Pasifik bölgesindeki 17 borsa %29; Avrupa, Avrupa ve Ortadoğu bölgesindeki 28 borsa ise %28 paya sahiptir.

Dünya borsaları toplam piyasa değeri içinde gerek BIST'in gerekse ISE'nin payının %1 seviyesine bile gelemediği görülmektedir. Bir başka ifadeyle, diğer birçok WFE üyesi borsa ile karşılaştırıldığında her iki borsa da oldukça küçük bir borsa niteliği taşımaktadır. Birbirine benzer olan bu durum, gelişmiş İrlanda Borsası ile gelişmekte olan Türkiye borsasının karşılaştırılmasını mümkün kılan etmenler arasındadır.

3.2.2. Borsaların Ülke Ekonomisindeki Yeri (Piyasa Değeri / GSYH)

Borsaların piyasa değerinin bu borsaların yer aldığı ülkelerdeki milli gelire oranı, borsaların ülke ekonomisindeki yerini ya da önemini göstermektedir. BIST'e ve ISE'ye ait göstergeler Grafik 10'da sunulmuştur.

Grafik 10: Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri (2015, Ekim)



Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Raporu, 2015

Borsaların milli ekonomi içindeki önemi açısından bölgesel sınıflandırmada, Amerika kıtası %121'lik oran ile ilk sırada gelmektedir (TSPB, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, 2013: 18). Yani Amerika bölgesindeki yatırımcıların pay piyasasını önemli bir yatırım platformu olarak gördüğünü söylemek mümkündür. 2015 yılı itibariyle, borsaların ekonomi açısından en önemli olduğu 5 ülke ise, İsveç, İngiltere, ABD, Malezya ve Japonya olarak dikkat çekmektedir.

BIST'in piyasa değeri, Türkiye milli gelirinin yaklaşık beşte birine denk gelmekte (0,21), Türkiye; Arjantin, Macaristan ve Yunanistan'dan sonra borsanın ülke ekonomisinde en az önemli olduğu ülke olarak dikkat çekmektedir. Bu durum, pay piyasası yatırımlarının hedeflenen noktadan oldukça uzak olduğunun ve pay piyasası yatırımlarının genel ekonomik çerçevede ülke vatandaşları tarafından çok önemsenmediğinin göstergesidir.

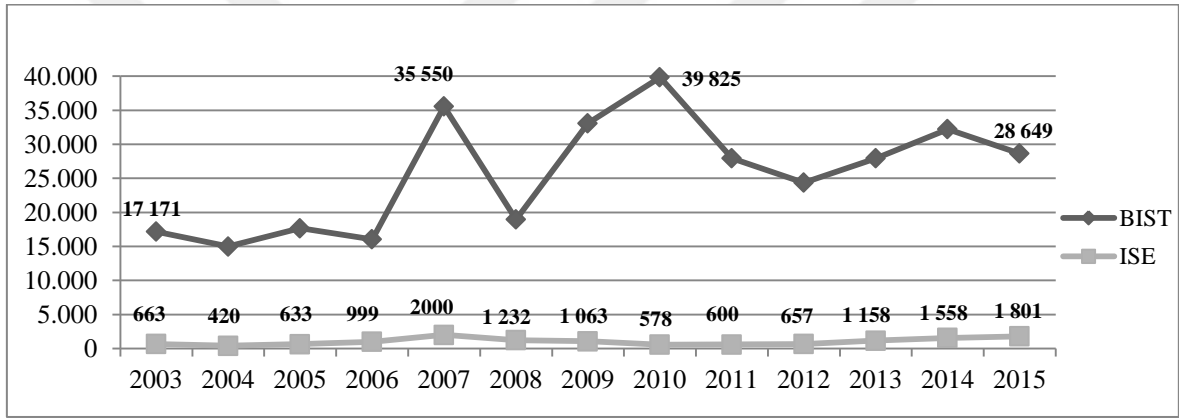
ISE'nin piyasa değeri ise, milli gelirin dörtte üçüne yaklaşmakta (0,64), bu da İrlandalı yatırımcı açısından pay piyasasının artan önemine işaret etmektedir. İrlanda, borsanın ülke ekonomisindeki önemi sıralamasında ortalarda bulunmakla birlikte, örneğin piyasa değeri milli gelirin 3 katından fazla olan (3.04) İsveç gibi bir ülke ile kıyaslandığında İrlandalı yatırımcının borsa değer algısının gerilerde olduğu görülmektedir.

3.2.3. İşlem Hacmi

Temel borsa göstergelerinden bir diğeri işlem hacmidir. Pay senedi için gerçekleşen işlemlerdeki her emrin içerdiği pay senedi sayısı ile işlem fiyatının çarpılarak elde edilen rakamların toplanmasıyla bulunan hacim tutarının ifadesidir.

Grafikte 11’de, 2003-2015 yılları arası borsaların işlem hacminde gerçekleşen artış ve azalışlar gösterilmektedir.

Grafik 11: BIST ve ISE İşlem Hacmi Karşılaştırması (mln US\$)



Kaynak: WFE İstatistikleri

ISE'nin BIST'e kıyasla oldukça düşük işlem hacmine sahip olduğu görülmektedir. Bundaki temel neden, İrlanda şirketlerinin büyük bölümünün Londra Borsası'na kote olma eğilimidir. İrlanda yerine İngiltere'de halka açılan şirketlerin, ISE'nin işlem hacmini oldukça aşağıya çektiği düşünülmektedir.

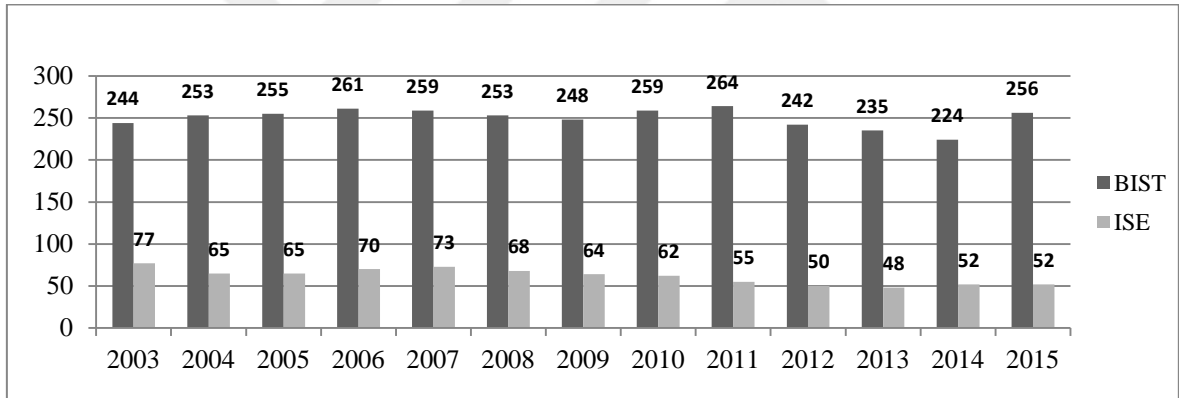
BIST işlem hacmindeki yüksek oynaklık dikkat çekmekte, bunun kriz dönemlerine oldukça duyarlı olduğu görülmektedir. 2007'deki ciddi yükselişin ardından 2008 ve 2011 yıllarındaki ekonomik krizlerle düşen işlem hacmi, 2012'den sonra yavaş da olsa yükselişe geçmiştir. Ancak verilerin güncellendiği 2015 Ekim ayı itibariyle, 2014'e nazaran yine bir düşüş görülmektedir.

ISE'nin işlem hacmi ise, BIST'e nazaran çok daha istikrarlı bir yapı sergilemektedir. 2010 yılındaki düşüşün ardından artışa geçen işlem hacmi bu trendini bugün de sürdürmektedir. Ancak düşük işlem hacmi İrlanda borsasının zayıf noktası olarak finans çevrelerince eleştirilmektedir (Cotter, 2004: 670).

3.2.4. Borsaya Kote Şirket Sayısı

Borsa büyüklüklerinin göstergelerinden biri de borsaya kote (payları borsada işlem gören) şirket sayısıdır. Borsaların ulusal pazarlarında işlem gören (kotasyon şartlarının hepsini karşılayan) şirket sayılarındaki değişim Grafik 12'de gösterilmektedir.

Grafik 12: BIST ve ISE Ulusal Pazarda İşlem Gören Şirket Sayıları



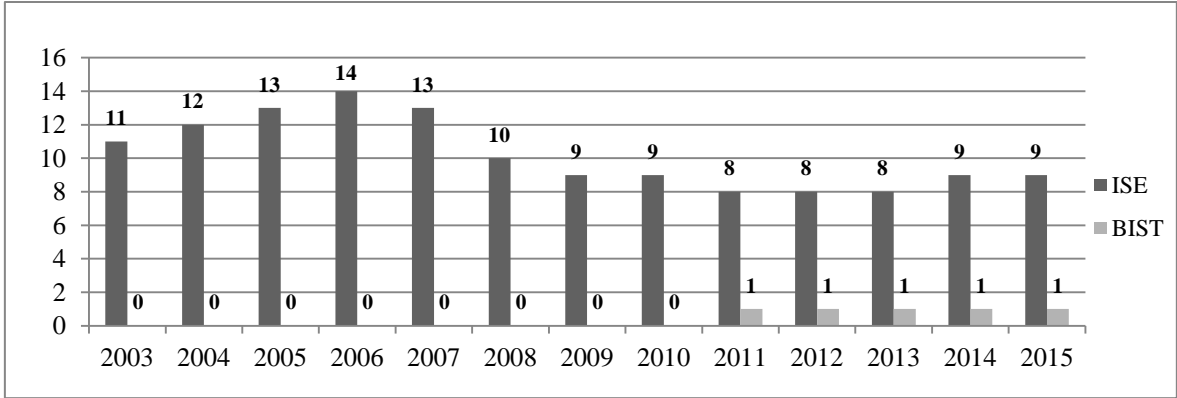
Kaynak: WFE İstatistikleri

İMKB'nin 1986'da kuruluşundan itibaren 2001'e kadar olan süreçte borsaya kote şirket sayısı artmıştır. 2000'deki yoğun halka arzların hemen akabinde kottan çıkarılan şirketler (T.C. Başbakanlık ve Devlet Planlama Teşkilatı, Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007: 38) ve 2001 ekonomik krizinin de etkisiyle toplam şirket sayısında düşüş süreci başlamış, dönem dönem ufak artışlar olsa da istenilen sayılara ulaşamamıştır. 2009'dan itibaren toplam şirket sayısı artışında ise, başlatılan Halka Arz Seferberliği, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, işlem sistemleri altyapısının yenilenmesi, yatırımcının korunması ve kamunun aydınlatılmasına yönelik düzenlemeler gibi faktörler etkilidir. Ancak 2012 itibariyle tekrar düşüşe geçen ulusal pazardaki şirket sayısının, bugüne

gelindiğinde bile hala 2011 yılının gerisinde bulunması tüm bu çabalara rağmen istenilen sonuçlara ulaşılamadığını kanıtlar niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, halka açılacak şirketler tarafında BIST'in çekiciliği bir pazarlama sorunsalı haline gelmiştir. Bunun nedenleri arasında kotasyon şartlarının ağırlığı, yatırım araçlarının eksikliği, borsadan yarar sağlanacağına yönelik inanç eksikliği, borsaya duyulan güvensizlik gibi faktörler sıklıkla dile getirilmektedir.

Benzer bir durumun ISE tarafında da geçerli olduğunu söylemek mümkündür. Çoğunlukla Londra Borsası'nda işlem görmeyi tercih eden İrlandalı şirketler, ISE işleyişine katkıda bulunmamakta, bu işlem hacmine de olumsuz yansımaktadır. Ancak iki borsa, işlem gören yabancı şirketler açısından birbirinden ayrılmaktadır. Grafik 13'de görüldüğü gibi, 2006 yılında ISE ulusal pazarda işlem gören toplam 70 şirketten 14'ü yabancı şirket iken, BIST' teki 261 şirketin hepsi ulusal şirketlerdir. 2015'e gelindiğinde sadece 1 yabancı şirketin işlem görüyor olması ise, başlatılan İstanbul Finans Merkezi projesinin başarısının sorgulanmasına neden olmaktadır.

Grafik 13: BIST ve ISE'de İşlem Gören Yabancı Şirket Sayıları



Kaynak: WFE İstatistikleri

3.2.5. Likidite

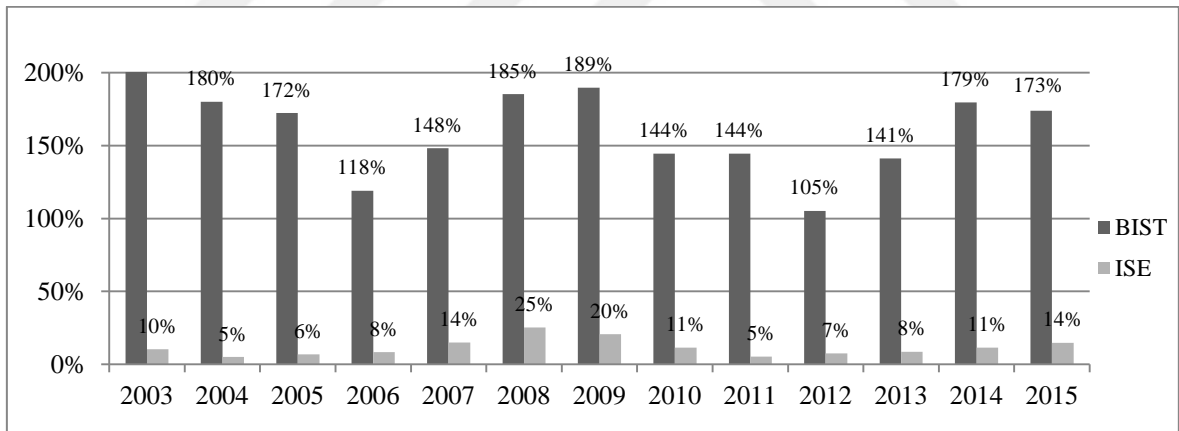
Bir borsanın pazarlanabilirliğinin göstergelerinden bir diğeri likiditedir. Bir menkul değeri, yeni bir bilgi olmadan bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayacak bir fiyattan alabilme veya satabilme, kısaca menkul kıymetlerin nakde çevrilme kolaylığı olarak

tanımlanabilecek likidite, borsaların performanslarının ölçülmesinde ön plana çıkan kriterlerden biridir (İstanbul Üniversitesi, SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Raporu, 2013: 22). Diğer bir deyişle, borsaların en önemli fonksiyonlarından biri likidite sağlamalarıdır. Likit bir piyasanın iki önemli özelliği, süre ve uygun fiyattır. Menkul kıymetlerin kısa sürede nakde dönüştürülebilirken, bunu en düşük kayıpla paraya çevrilebilmesini sağlayan borsanın likit bir borsa olduğu söylenebilir.

Pay senedi işlem hacminin toplam piyasa değerine oranı, piyasanın likiditesine ilişkin bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Pay senedi devir hızı ya da işlem görme oranı olarak da ifade edilen likidite oranının yüksek olması, likit bir piyasaya işaret ederken aynı zamanda borsadaki yatırımcıların yatırımlarını kısa vadeli tuttuğunun da bir göstergesidir.

BIST ve ISE likiditelerini gösteren grafik aşağıda sunulmuştur.

Grafik 14: BIST ve ISE Likidite Karşılaştırması



Kaynak: WFE İstatistikleri

BIST'in yıllar itibariyle devir hızına bakıldığında oldukça likit bir borsa olduğunu söylemek mümkündür. Likiditenin yüksek olması, BIST'in pazarlanabilirliğini artıran unsurlar arasında gösterilmektedir. Ayrıca bu likiditenin %80'inin, pay senetlerinin 1/3'ünü elinde bulunduran yerli yatırımcılar tarafından yaratıldığı görülmektedir (SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Raporu, 2013: 22). Likidite, aynı zamanda piyasanın derinliğinin de bir göstergesidir. Derinlikli piyasalar, mevcut fiyatların altında ve

üstünde çok sayıda alıcı ve satıcı barındıracaklarından fiyat değişikliklerinin yatırımcılar üzerindeki olumsuz etkileri azaltılmış olmaktadır. Bu durum işlem elverişliliği bakımından BIST'e artı puan kazandırır bile, aynı zamanda yerli yatırımcıların piyasaya kısa vadeli baktıklarının da göstergesidir.

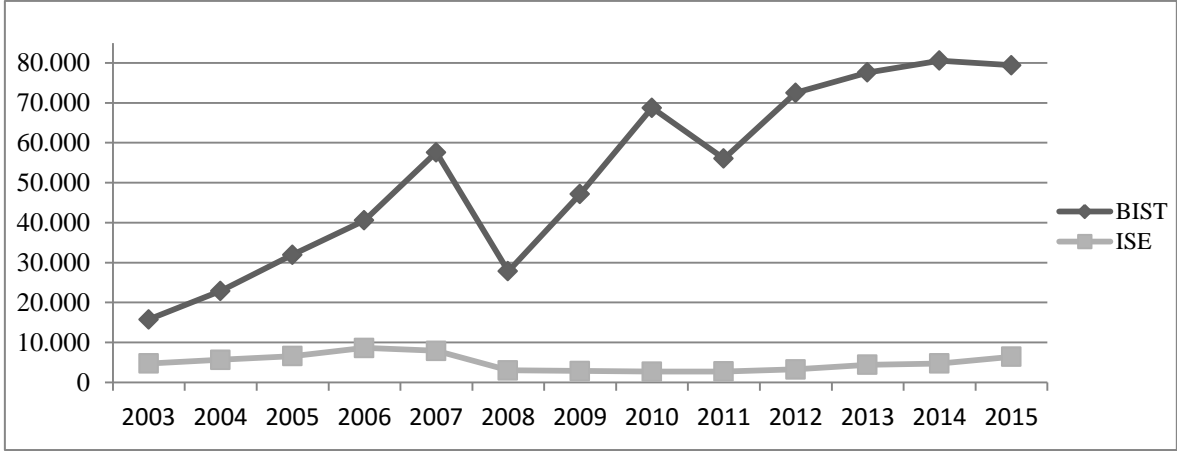
WFE istatistiklerinde Avrupa – Afrika - Orta Doğu olarak sınıflanan bölgenin en az likit borsa bölgesi olduğu görülmektedir. Bununla paralel şekilde, ISE'nin de likiditesinin azlığından bahsetmek mümkündür. ISE yatırımcısı çok fazla al-sat işlemi yapmama, yatırıma uzun vadeli bakma eğilimindedir. BIST ve ISE arasındaki bu farklılığın nedenleri arasında, ISE'nin fiyat istikrarı açısından olumlu görünümünün yanı sıra yatırımcıların piyasalara yönelik algı farklılığının etkisinin olduğu düşünülmektedir.

3.2.6. Fiyat İstikrarı

Bir finansal piyasanın pazarlanabilirlik göstergelerinden en az likidite kadar önemli olan bir diğeri, fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı, bir pazara devamlılık ve güven kazandıran unsurlar arasında gösterilmektedir. Bir finansal enstrümanın fiyatındaki kısa süre zarflarındaki değişimin ifadesi olan volatilité (dalgalanma ya da oynaklık) endeks getirisini direkt etkileyen unsurlardandır. Bir ülke piyahasının volatilitésinin yüksekliği, o piyahasının belirsizliğinin göstergesi olup, belirsizliğin ölçülemeyen yapısından dolayı yatırımı olumsuz etkileyen faktörler arasında gösterilmektedir. Finansal piyasaların deregülasyonu ve küreselleşmenin bir sonucu olarak ülkelerin karşılıklı iktisadi bağımlılığının artması, bir yandan belirsizliği artırırken diğeryandan pay piyasasında volatilitenin yükselmesine neden olmaktadır (Aklan ve Nargeleçekenler, 2012: 104).

Grafik 15'te borsa performanslarının temel göstergesi olarak kullanılan BIST100 ve ISEQ Overall endekslerinin yıllar itibariyle değişimi gösterilmektedir.

Grafik 15: BIST ve ISE Fiyat Endeksleri Karşılaştırması



Kaynak: WFE İstatistikleri

BIST100 fiyat endeksine bakıldığında özellikle 2007 sonrasında endekse hakim olan dalgalanma eğilimi dikkat çekicidir. 2003 sonrası artan BIST100, 2008 kriziyle sert bir düşüş yaşamış, ardından yükselişe geçmiş ancak 2011’de yine yatırımcısına kaybettirmiştir. 2013’te, Moodys’in Türkiye’nin notunu ‘yatırım yapılabilir’e çıkarmasının ardından endeks yükselme eğiliminde olsa da, gerek uluslararası finansal piyasalardaki gerekse Türkiye içindeki gelişmelere oldukça duyarlı durumdadır. 2010, 2012 ve 2014 yıllarında en iyi performans gösteren borsalar sıralamasında yükselmiş, özellikle gelişmekte olan ülke borsaları arasında pozitif ayrılmış olmasına rağmen, hakim olan bu volatil yapının, bireysel ve kurumsal yatırımcıları olduğu kadar borsada işlem görmeyi düşünen şirketler açısından da olumlu karşılanmadığını bir gerçektir.

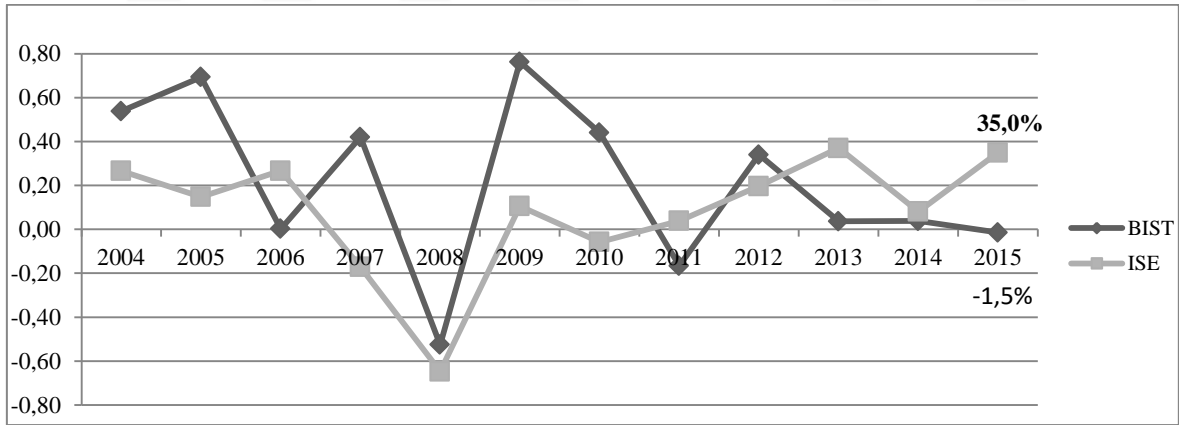
Aynı yıllar itibariyle ISEQ Overall fiyat endeksine bakıldığında ise, BIST100’e kıyasla daha istikrarlı bir yapıda seyrettiğini söylemek mümkündür. Ancak daha kısa dönemli (günlük-aylık) değişimlere bakıldığında, endeksin kendi içinde stabil bir yapı sergilediğini söylemek güçtür. Bir dönemi kıpırdamadan geçiren hisseler bir sonraki dönem hızlı iniş ve çıkışlar yaşayabilmektedir (Cotter, 2004).

3.2.7. Endeks Getirisi

Endeks, bir ya da daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir finansal gösterge olup, karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesi ile olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi sağlamaktadır. Pay senedi endeksleri, borsada işlem gören pay senetlerinin fiyat ve getiri performanslarını bütünsel ve sektörel bazda ölçmektedir (BIST, Cevaplarla Borsa ve Sermaye Piyasası, t.y.: 62). Bir finansal piyasadaki endeks getirisinin yüksekliği, yerli ve yabancı yatırımcı açısından o piyasanın diğer piyasalar karşısında tercih edilebilirliğinin en önemli göstergelerindedir. Volatilitenin direkt etkisi, endeks getirisi üzerinde görülmektedir.

Grafik 16’da 2003-2015 yılları arasındaki borsaların endeks getiri hareketleri gösterilmektedir. Değerler bir önceki yıla kıyasla yüzdesel değişim olarak ve dolar cinsinden hesaplanmıştır.

Grafik 16: BIST ve ISE Endeks Getirileri Karşılaştırması (%)



Kaynak: WFE

Grafikte dikkat çeken unsur her iki borsa için de endeks getirilerindeki istikrarsızlıktır. 2005, 2009, 2012 gibi dönemlerde yatırımcısına kazandıran BIST, 2006, 2008 ve 2011 yıllarında ciddi düşüşler yaşamıştır. 2013’de %13 değer kaybı ile yine en fazla düşen borsalar arasında yer almıştır. Dalgalanan bu endeksin 10 yıllık ortalaması ise %21,3’tür. Benzer şekilde 2008 krizi ve resesyona birlikte BIST’ten daha sert bir düşüş

yaşayan ISE, akabinde yükselişe geçmiştir. 2010 ve 2014 yıllarında ise yatırımcısına kaybettiren borsalar arasındadır. 2015 yılı sonu itibariyle, ISE bir önceki yıla nazaran %35 yükselmiş, WFE üyesi borsalar arasında yatırımcısına en çok kazandıran 4. borsa olmuştur. Aynı dönemde BIST ise %1,5 düşmüştür.

Endeks getirilerindeki bu istikrarsızlığın borsaların pazarlanabilirliği üzerindeki etkisi şu şekilde özetlenebilir; BIST, uzun vadeli yatırımlarda ideal bir yatırım platformu oluştururken, kısa vadeli yatırımlarda yüksek risk içermekte, bu da yatırımcıyı borsadan uzaklaştırırken aynı zamanda güven duygusunu zedelemektedir. ISE ise, daha çok uzun dönemli yatırımlar açısından olumlu görünmekle birlikte, kısa vadeli yatırımlarda riske duyarsız ya da risk ve bununla birlikte yüksek kazanç arayan yatırımcılar açısından ideal bir tablo çizmemektedir.

BIST ve ISE arasındaki yapısal ve finansal benzerlikler iki borsanın karşılaştırmalı analizini mümkün kılarken; ISE'nin, özellikle borsaların ülke ekonomilerindeki yeri, borsada işlem gören yabancı şirket sayısı ve fiyat istikrarı açılarından gelişmiş finansal piyasa örneği sergilemesi, BIST'in kurumsal ve bireysel yatırımcı tarafındaki mevcut sorununun çözümünde kriter oluşturması açısından önemli görülmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. FİNANSAL YATIRIM KARARLARINDA BORSA MARKASININ ROLÜ VE ALGILANAN RİSKİN ARACI ETKİSİ: TÜRKİYE-İRLANDA PAY PİYASALARI KARŞILAŞTIRMASI

4.1. Araştırmanın Kapsamı ve Önemi

Bireylerin tüketim kalıpları ile etkileşim içinde olan *ürün piyasaları* ve *yatırım piyasaları* birbirinden bağımsız gibi algılanmakta, ilki daha çok pazarlama disiplinine, ikincisi ise finans disiplinine konu olmaktadır. Ancak son dönemde gerek pazarlama (Lovett ve MacDonald, 2005; Schoenbachler ve diğerleri, 2004; Getzner ve Grabner-Krauter, 2004) gerekse finans alanındaki araştırmacılar (Aspara ve Tikkanen, 2010; Dinçer ve Dinçer: 2010; Frieder ve Subrahmanyam, 2005), ürünlerin ve markaların tüketicilerin sermaye piyasalarındaki yatırım kararlarını etkileyebileceği konusu üzerinde önemle durmaya başlamışlardır. Bir başka ifadeyle, bireylerin günlük hayatta daha sık maruz kaldıkları ürünlere ve markalara dair bilgi ve deneyimleri onların yatırım kararlarına ve tercihlerine yansımakta, finansal bilgi seviyeleri ne olursa olsun olumlu algılanan marka ve ürünlere yatırım daha elverişli görünmektedir. Bu durum, finans, psikoloji, sosyoloji, pazarlama gibi birçok disiplin arasındaki etkileşim sürecine de işaret etmektedir (Muradoğlu ve Harvey, 2012).

Marka ve yatırım ilişkisinde yazında üstünde durulan konu, daha çok mal ve hizmetler kapsamında ele alınan marka değişkenlerinin bu mal ve hizmet markalarına yatırım kararları üzerinde etkili olduğudur (Frieder ve Subrahmanyam, 2005; Grullon ve diğerleri, 2004; Huberman, 2001; Keloharju ve diğerleri, 2012). Tüketicilerin sermaye piyasasına ve/veya borsalara yönelik marka algılarının ve bunların yatırım kararları üzerine etkilerinin ise oldukça sınırlı sayıdaki araştırmalarda (Jacobsen, 2009; 2012) konu edildiği görülmektedir. Bir başka ifadeyle, tüketicilerin borsalara yönelik marka kişiliği ve marka değeri algılarının, onların sermaye piyasalarına yatırımlarını nasıl etkilediği konusu

çoğunlukla ihmal edilmiştir. Bu çalışma kapsamında tespit edilen bu açık giderilmeye çalışılmakta, bireylerin pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısının, marka değeri algısının önemli belirleyicileri arasında olduğu, bunun da aynı piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde etkili olduğu öngörülmektedir. Bu noktada yatırıma yönelik niyetin ya da davranışın, yatırımdan beklenen finansal kazancın ya da rasyonel beklentinin ötesine geçtiği, kişinin marka ve/veya ürünle kurduğu etkileşimden kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Tüketici ve marka arasındaki bu etkileşim kimi zaman kendini kişilik algısı, kimi zaman ise atfedilen değer olarak göstermektedir (Aspara ve Tikkanen, 2010: 196). Bu anlamda çalışmanın, bahsedilen değişkenler arası bu ilişkiyi finansal yatırım kararları gibi pazarlama alanında sıklıkla tartışılmayan bir uygulama alanına taşıması yönüyle de bir ilk olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada marka kişiliği ve marka değeri değişkenlerinin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisi ve bu süreçte etkili olan risk faktörü, Türkiye ve İrlanda Pay Piyasaları özelinde incelenmektedir. Araştırmaya konu olarak pay piyasasının seçilmiş olmasının nedenleri arasında, son dönemde borsaların şirketleşerek kar amaçlı kurumlara dönüşmesi ve şirketleşen borsaların birer finansal marka olarak küresel rekabette yerlerini almış olması gelmektedir. Hızla değişen piyasa koşullarında, ulusal, bölgesel ve uluslararası rakipleri ile yarış halinde olan bu borsa şirketlerinin var olabilmeleri, pazarlanabilme ihtiyacını gündeme getirmiş, borsaları sahip oldukları piyasaları ile birlikte finansal hizmetler sektöründe markalaştırma çabaları yoğunlaşmıştır. Ancak İstanbul Finans Merkezi, Yatırımcı Seferberliği gibi son dönemki çabaların istenilen sonuçlara ulaşmadığı, yatırımların tabana yayılması genel hedefinin bireysel yatırımcılarda istenilen karşılığı bulamadığı bir gerçektir.

Bugün Türkiye Pay Piyasası'nda işlem yapan yerli yatırımcılara ait portföy değerinin, yabancı yatırımcılara ait toplam portföy değerinin oldukça altında olduğu görülmektedir (Merkezi Kayıt Kuruluşu). Ayrıca mevcut yatırımcıların pay senedi tutma oranlarının yerli bireysel yatırımcıda %8 ila %10 arasında değişirken, yabancı yatırımcıda %40'ın üstünde olması, yerli yatırımcının pay piyasasına mesafeli durduğunun göstergelerindedir (TÜYİD&MKK, Borsa Trendleri Raporu, 2014). Kurumsal yatırımcı tarafında ise, 2015 itibarıyla BIST Pay Piyasası'nın (BIST şirketlerinin halka açık kısmının) %62,60'sının yabancı yatırımcının portföyünde olması, bir başka ifadeyle

yabancı yatırımcının pay piyasasının neredeyse 2/3'ünü elinde bulundurması, mevcut sorunun yerli kurumsal yatırımcı açısından da sorgulanması gerektiğini göstermektedir.

Bunlara ek olarak, ulusal ve uluslararası konjunktürde yaşanan gelişmelerden doğrudan, en çabuk ve kolay etkilenen piyasalardan olan pay piyasasının işlem hacminde ve getirisinde yaşanan hızlı iniş çıkışlar, tüketicilerin piyasaya karşı algılarının şekillenmesinde oldukça etkili olmaktadır. Bu durum daha önce başlatılan Yatırımcı Seferberliği ve İstanbul Finans Merkezi gibi projelerden de beklenen sonuçların alınmasını engelleyen faktörler arasında görülmektedir. Problemin, bir taraftan getiri, yatırım araçları çeşitliliği, paraya dönüştürülebilirlik, yönetsel uygulamalar gibi çeşitli finansal göstergelerle ilgili olduğu düşünülse de, mevcut sorunun temelde bir *pazarlanabilirlik* sorunu olduğu, dolayısıyla tüketici davranışı perspektifinden ele alınması gerektiğine inanılmaktadır. Bahsedilen finansal göstergelerin yanında, tüketicinin piyasayı nasıl algıladığı ve parasını riske etmeye değer bulup bulmadığının tespitinin (Aspara ve Tikkanen, 2010: 193-196) sorunun çözümü açısından kritik önem taşıdığı düşünülmekte ve konuya bu yönüyle açıklık getirilmeye çalışılmaktadır.

4.2. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın temel amacı, Türk bireysel yatırımcısının pay piyasasına yatırım oranlarının düşüklüğünde, bir başka ifadeyle pay piyasasının pazarlanabilme başarısızlığında önemli bir faktör olduğu düşünülen marka değişkenlerinin etkisinin tespit edilmesidir.

Bu tespitın yapılabilmesinde, benzer büyüklükte ancak gelişmiş bir piyasa örneği ile karşılaştırılma yapılmasının önemli olduğu düşünülmektedir. Bu karşılaştırmanın, hem mevcut problemin çözümünde referans oluşturacağı hem de uluslararası portföy çeşitlemesinin öneminden hareketle iki piyasa arasında etkileşimi artıracığı öngörülmektedir.

Çalışma amaçları doğrultusunda, Dünya Borsalar Birliği (WFE) tarafından 'gelişmekte olan piyasalar' arasında gruplanan Borsa İstanbul, 'gelişmiş piyasalar' grubundaki İrlanda Borsası ile karşılaştırmalı olarak incelenmekte, bu incelemede temel

analiz birimini *bireysel tüketici* oluşturmaktadır. Araştırmada, pay piyasası ‘marka’; yatırımcı ‘tüketici’; satın alma niyeti ‘yatırım yapma niyeti’; ve pazarlanabilirlik, ‘yatırım yapılabilirlik’ bakış açılarıyla değerlendirilmektedir.

Mevcut yazında incelenen değişkenlerin konu edildiği ve daha çok tüketim ürünleri ekseninde yürütülmüş birçok çalışma bulunmaktadır. Yaygın bakış açısının aksine bu çalışma, finansal hizmetler kapsamındaki pay piyasası çerçevesinde şekillenmekte, bugüne kadar yapılmış olan çalışmalara farklı bir perspektif getirmeyi amaçlamaktadır. Bu anlamda çalışmanın, pazarlama bilimi ile finans bilimini buluşturan, yenilikçi bir çalışma olduğu düşünülmektedir.

Çalışma amaçları şu şekilde özetlenebilir;

- Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına yönelik oluşmuş marka kişiliği algısını tespit etmek,
- Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına yönelik marka değerini ve boyutlarını tespit edip olumlu ve olumsuz yönlerini ortaya koymak,
- Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına yönelik bireysel tüketiciler nezdinde yatırım yapma niyetini tespit etmek,
- Her iki pay piyasası için, marka değeri ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı rolünü araştırmak,
- Öngörülen değişkenler arası ilişkileri, çeşitli demografik özelliklere sahip tüketici grupları arasında test etmek,
- Araştırma örnekleme çerçevesinde, bireylerin genel yatırım tercihlerini ve kriterleri belirlemek,
- ISE’ye yönelik çıkarımlarla, BIST tarafındaki mevcut pazarlanabilirlik probleminin çözümünde referans oluşturmak,
- İki ülke pay piyasası arasındaki risk ve fırsatları ortaya koymak suretiyle portföy çeşitlendirmesine imkan tanımak ve borsalar arası etkileşimi artırmak.

4.3. Araştırma Modeli ve Değişkenleri

4.3.1. Araştırma Modeli

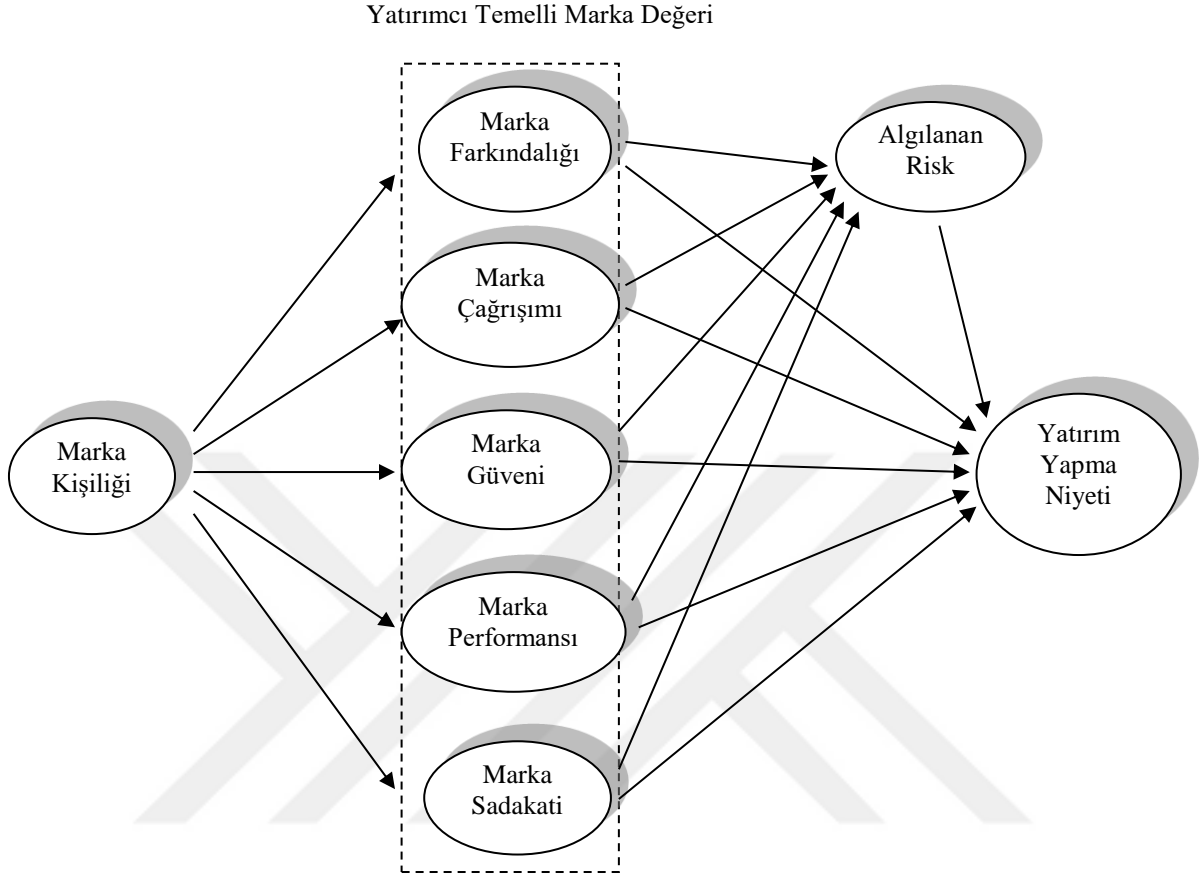
Bu araştırma, tanımlayıcı araştırma nitelikleri (descriptive research) taşımaktadır. Tanımlayıcı araştırmanın birincil amacı, var olan bir durumun karakteristiğinin, etkileşim içinde olduğu faktörlerin ve dinamiklerin ortaya konmasıdır. Tanımlayıcı araştırmanın temel özellikleri arasında, belli araştırma problemlerinin ve hipotezlerinin önceden ortaya konması, gerekli bilginin açıkça tanımlanması, önceden planlı ve yapılandırılmış olması, genel olarak büyük araştırma örnekleme ihtiyacı duyması ve niceliksel analiz yöntemlerinin kullanılması bulunur (Malhotra ve Birks, 2007: 72-74).

Ayrıca araştırmada enlemesine araştırma (cross-sectional) yöntemi kullanılmıştır. Pazarlama araştırmalarında en sık kullanılan tanımlayıcı araştırma yöntemi olan enlemesine araştırma, belli bir evrenden çekilen örneklemden gerekli bilginin tek seferde toplanması olarak tanımlanabilir. Böylece araştırma bulguları, bilginin toplandığı bu zaman dilimini yansıtmakta, örneklem değerleri evren parametrelerini tahmin etmek için kullanılmaktadır (Churchill, 1995: 177).

Çoğunlukla, katılımcıların sorular için sunulan seçenekler arasından seçim yapması istenen, yani yapılandırılmış (structured) bir veri toplamı yöntemi kullanılan araştırma, Türkiye ve İrlanda'daki araştırma örneklemlerine ayrı ayrı uygulanmıştır (cross-national).

Araştırma kapsamında araştırılacak olan değişkenler arası ilişkiler şu şekilde modellenilebilir;

Şekil 12: Araştırma Modeli



Çalışmada her iki ülke pay piyasalarına yönelik marka kişiliği; sorumluluk, hareketlilik, sadelik, duyarlılık ve saldırganlık olmak üzere 5 boyutta ölçülmüştür. Marka kişiliğinin etkilediği düşünülen diğer marka değişkenleri ise, marka farkındalığı, marka çağrışımları, marka güveni, marka performansı ve marka sadakatidir. Bu değişkenlerin her iki piyasaya yatırım yapma niyeti üzerindeki etkilerinin, bireylerin risk algıları aracılığıyla gerçekleştiği (aynı zamanda doğrudan etki de ölçülmektedir), dolayısıyla her ilişkinin risk değişkenine duyarlı olduğu öngörülmektedir.

Ayrıca değişkenler arası belirlenen ilişkiler, her ülkedeki farklı demografik özelliklere sahip katılımcı grupları arasında test edilmektedir.

4.3.2. Araştırma Değişkenleri

Araştırma kapsamında incelenen değişkenler şunlardır;

Marka Kişiliği: Bir marka ile bağdaştırılan insan karakter seti (Aaker, 1997: 347) ya da bir kişiyi karakterize etmek ve aynı zamanda bir marka ile ilişkilendirmek için kullanılan tüm kişilik özellikleridir (Louis ve Lombart, 2010: 115).

Marka Değeri: Bilişsel bakış açısıyla; marka bilgisinin tüketici için markanın pazarlanmasına yönelik ayırt edici etki yaratması (Keller, 1993: 2); Bilgi Ekonomisi bakış açısıyla ise markanın, tüketicilere bir işaret/sinyal olması yönüyle önemi (Erdem ve Swait, 1998: 140) olarak tanımlanabilir.

Marka Farkındalığı: Markanın, tüketicinin zihnindeki varlığının (Hutter ve diğerleri, 2013: 345), ve tüketicinin markayı değişik koşullar altında tanıma ve hatırlama yeteneğinin ifadesidir (Keller, 2008). Tüketicinin markaya maruz kalmasını sağlayan herhangi bir uyarın (reklam, promosyon, halkla ilişkiler vb.) marka farkındalığının oluşmasına zemin hazırlar.

Marka Çağrışımı: Tüketicinin zihnindeki, marka ile ilgili olan her türlü bağlantıdır (Aaker, 1991). Tüketici markaya ve onunla ilgili özelliklere ne kadar çok maruz kalırsa, marka çağrışımının da o kadar güçlü olması beklenir.

Marka Güveni: Markanın tüketici açısından olumlu sonuçlar doğuracağına olan yüksek olasılık ya da beklentidir. Güven çağrışımları arasında istikrar, yetenek, dürüstlük, sorumluluk duygusu gibi özellikler yer alır (Ballester ve Alemán, 2005: 188).

Marka Performansı: Sadece finansal ve operasyonel faktörlerle ilgili olmayıp, markanın paydaşları (tüketiciler, yönetim, hissedarlar vb.) tarafından algılanan markaya yönelik genel etkinlik derecesi olarak tanımlanabilir (Yang ve diğerleri, 2015: 12).

Marka Sadakati: Tüketicinin markaya karşı olumlu hisler duyması, bağlı olduğu markayı diğer markalardan daha sık satın alması, satın almaya devam etmesi ve markayı daha uzun süreli kullanmasıdır (Odaşı ve Barış, 2002: 100).

Algılanan Risk: Risk, finansal yatırımlar söz konusu olduğunda ileride oluşabilecek bazı olumsuzluklara bağlı olarak yatırımdan zarar etme olasılığıdır (Afşar ve Afşar, 2010:

110). Bu olasılığın tüketiciler tarafından farklı ağırlıkta hissedilmesi, daha sübjektif olan algılanan risk kavramına işaret eder.

Yatırım Yapma Niyeti: Tüketicinin belli bir finansal enstrümana ya da genel olarak finansal piyasaya yatırım yapma istekliliğini ya da eğilimini ifade eder.

4.4. Araştırma Hipotezleri

Tüketicilerin markalarla her türlü direkt ve dolaylı etkileşimi sonucu oluşan marka kişiliği, markaların karakter özelliklerine dair tüketici algısını yansıtmak suretiyle tüketici ve marka arasında anlamlı bir ilişki kurulmasına yardım eder. İyi oluşturulmuş bir marka kişiliği, o marka özelindeki olumlu imajlar setini vurgulayarak marka değerinin artmasına katkıda bulunur (Su ve Tong, 2015: 124-125).

Marka kişiliğinin ölçümü konusunda birçok araştırmacının tartıştığı konu, incelenen spesifik sektörler kapsamında en uygun ölçeğinin bulunması ve kullanılmasıdır (Ekinci ve Hosany, 2006; Arora ve Stoner, 2009; Valette-Florence ve De Barnier, 2013). Aaker'ın Marka Kişiliği ölçeği alanda sıklıkla başvurulan bir kaynak olmakla birlikte, tespit edilen boyutların bu araştırmanın konusu olan yatırım davranışı ile tam olarak örtüşmediği düşünüldüğünden, Geuens, Weijters ve Wulf (2009) tarafından geliştirilen daha güncel ve 5 boyuttan oluşan marka kişiliği ölçeği kullanılmaktadır.

Yazındaki çalışmalarda marka değeri belirleyicileri konusunda bir fikir birliği olmadığı, genellikle Aaker ve Keller'ın sıklıkla kullanılan modelleri temelinde geliştirilen uygulamaların, kapsadığı sektör, ürün grubu ve özellikleri çerçevesinde farklılaştığı görülmektedir (Mackay, 2001; Vazquez ve diğ., 2002; de Chernatony ve diğ., 2004). Bu çalışmanın amacı ve kapsamı doğrultusunda incelenecek olan pay piyasası marka değeri belirleyicileri marka farkındalığı (Berry, 2000; Buil ve diğ., 2008), marka çağrışımı (Kumar ve diğerleri, 2013), marka performansı (Oliveira-Castro ve diğ., 2008; Lassar ve diğ., 1995), marka güveni (Allis ve McCallig, 2007; Delgado-Ballester ve Munuera-Alemán, 2005; Louis ve Lombart, 2010), ve marka sadakatidir (Kim ve diğerleri 2003; Lin, 2010).

Tüketici ile marka arasındaki etkileşim sürecinde etkili olduğu düşünülen marka kişiliği, değişik marka değeri belirleyicileri dolayısıyla marka değerini etkilemektedir (Valette-Florence ve diğerleri, 2011; Freling ve Forbes, 2005; Rampl ve Kenning, 2014; Toldos-Romero ve Orozco-Gómez, 2015; Sung ve Kim, 2010). Tüketicilerin, kendileri ve markanın ifade ettiği kişilik özelliklerine bağlı olarak marka tavrı geliştirdikleri ve bunun da çeşitli marka değeri boyutları üzerinde etkili olduğu, örneğin markaya daha fazla güvendikleri, bağlılık/adanmışlık geliştirdikleri, satın almaya ya da daha fazla fiyat ödemeye istekli oldukları, çeşitli araştırmalarda üstünde önemle durulan bir konudur (Folse ve diğerleri, 2012: 17-19; Louis ve Lombart, 2010). Buna göre;

- H₁: Pay piyasasına yönelik marka kişiliğinin marka farkındalığı üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₂: Pay piyasasına yönelik marka kişiliğinin marka çağrışımı üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₃: Pay piyasasına yönelik marka kişiliğinin marka performansı üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₄: Pay piyasasına yönelik marka kişiliğinin marka güveni üzerinde pozitif yönlü anlamlı bir etkisi vardır.
- H₅: Pay piyasasına yönelik marka kişiliğinin marka sadakati üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.

Tüketiciler ile marka arasında bir ilişkiel pazarlama unsuru olarak ele alınan ve kurum içi değil dışında olumlu ya da olumsuz olarak gelişip olgunlaşan marka değeri belirleyicilerinin, yatırım yapma niyeti üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir (Jalilvand ve diğerleri, 2011: 153-155; Oh, 2000: 139; Tiwari 2010: 421-431). Ancak finansal yatırım kararlarının yüksek risk içeren yapısı gereği, marka değeri belirleyicileri ile yatırım yapma niyeti arasındaki bu ilişkinin algılanan risk aracılığıyla gerçekleştiği, dolayısıyla risk faktörüne bağlı olarak davranışa yönelik niyetin etkisinin artıp azalabileceği öngörülmektedir (Chen ve He, 2003). Bunda tüketicilerin kayba, kazançtan daha yüksek ağırlık atfetmelerinin etkili olduğu düşünülmektedir (Kahneman ve Tversky,1979: 263-291). Buna göre;

- H₆: Pay piyasasına yönelik algılanan risk, marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki üzerinde aracı (mediator) etkiye sahiptir.
- H_{6a}: Pay Piyasasına yönelik marka farkındalığının algılanan risk üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.¹³
- H_{6b}: Pay Piyasasına yönelik marka farkındalığının piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H_{6c}: Pay Piyasasına karşı algılanan riskin, piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.¹⁴
- H₇: Pay piyasasına yönelik algılanan risk, marka çağrışımı ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki üzerinde aracı (mediator) etkiye sahiptir.
- H_{7a}: Pay Piyasasına yönelik marka çağrışımının algılanan risk üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H_{7b}: Pay Piyasasına yönelik marka çağrışımının piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₈: Pay piyasasına yönelik algılanan risk, marka performansı ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki üzerinde aracı (mediator) etkiye sahiptir.
- H_{8a}: Pay Piyasasına yönelik marka performansının algılanan risk üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H_{8b}: Pay Piyasasına yönelik marka performansının piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₉: Pay piyasasına yönelik algılanan risk, marka güveni ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki üzerinde aracı (mediator) etkiye sahiptir.
- H_{9a}: Pay Piyasasına yönelik marka güveninin algılanan risk üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H_{9b}: Pay Piyasasına yönelik marka güveninin piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.
- H₁₀: Pay piyasasına yönelik algılanan risk, marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki üzerinde aracı (mediator) etkiye sahiptir.
- H_{10a}: Pay Piyasasına yönelik marka sadakatinin algılanan risk üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.

¹³ H_a ve H_b şeklinde kurulan hipotezler, daha sonra tartışılacak olan aracı etkiye yönelik Baron ve Kenny (1976) yaklaşımının öncelikli şartlarını oluşturduklarından alt hipotezler olarak sunulmuştur.

¹⁴ Algılanan risk ile piyasaya yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki, diğer değişkenler arası aracının testinde aranan standart bir şart olup, tekrardan kaçınmak adına sadece H₆ hipotezinin alt hipotezi olarak bir kez ifade edilmiştir.

H_{10b}: Pay Piyasasına yönelik marka sadakatinin piyasaya yatırım yapma niyeti üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkisi vardır.

Algılanan riskin aracı etkisine yönelik çalışmalarda dikkat çeken nokta, değişkenin herhangi bir nesnel gerekçeye bağlı olarak ortaya çıkmayabileceği, dolayısıyla subjektif yapıda olup tüketicilere göre farklılık gösterdiği (Agarwal ve Teas, 2001: 1-14; Chang ve Chen, 2014: 1753; Sweeney ve diğerleri, 1999: 77-103). Yani, farklı demografik özelliklere sahip tüketiciler bu süreçten farklı derecelerde etkilenmektedirler (Anbar ve Eker, 2009: 134-142; Valette-Florence ve diğerleri, 2011: 24-28). Örneğin, cinsiyet faktörünün risk algısını farklılaştırdığı (Finucane ve diğerleri, 2000: 159), kadınların erkeklere kıyasla riske daha duyarlı olduğu tartışılmaktadır. Benzer şekilde yaş faktörünün, bireylerin risk seviyesini farklı algılamalarına neden olduğu (Simcock ve diğerleri, 2006: 355), kişilerin erken yaşlarda daha kolay risk alabileceği, dolayısıyla risk algılarının daha düşük olduğu düşünülmektedir. Ayrıca bireylerin sahip olduğu maddi olanakların risk algılarını etkilediği, geniş maddi olanaklara sahip bireylerin kaybetmek konusunda daha rahat oldukları, dolayısıyla risk algılarının daha düşük olduğuna yönelik çalışmalar mevcuttur (Anbar ve Eker, 2009: 134-142). Bu bulgular ışığında;

H₁₁: Pay piyasasına yönelik algılanan riskin marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasındaki aracı etkisi, tüm demografik alt gruplarda farklılık göstermektedir.

H₁₂: Pay piyasasına yönelik algılanan riskin marka çağrışımı ile yatırım yapma niyeti arasındaki aracı etkisi, tüm demografik alt gruplarda farklılık göstermektedir.

H₁₃: Pay piyasasına yönelik algılanan riskin marka performansı ile yatırım yapma niyeti arasındaki aracı etkisi, tüm demografik alt gruplarda farklılık göstermektedir.

H₁₄: Pay piyasasına yönelik algılanan riskin marka güveni ile yatırım yapma niyeti arasındaki aracı etkisi, tüm demografik alt gruplarda farklılık göstermektedir.

H₁₅: Pay piyasasına yönelik algılanan riskin marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasındaki aracı etkisi, tüm demografik alt gruplarda farklılık göstermektedir.

Tartışılan araştırma değişkenleri kapsamında ortaya konulan araştırma hipotezleri, Türkiye Pay Piyasası ve İrlanda Pay Piyasası uygulamalarında ayrı ayrı test edilmektedir.

4.5. Araştırmanın Kısıtları

Araştırma alanının, her bireyin bilgi sahibi olduğu ya da ilgi duyduğu bir alan olmadığı genel kanısı ile katılımcıların belli bir sosyo-ekonomik ve eğitim düzeyine sahip bireyler arasından seçilmesinin daha uygun olacağına karar verilmiştir. Bu kapsamda, her iki ülkede bulunan tüm kamu ve vakıf üniversitelerinde görev yapan akademik personel (Profesör, Doçent, Yardımcı Doçent, Araştırma Görevlisi, Öğretim Görevlisi ve Okutman ve bu ünvanların karşılaştırma yapılan ülkedeki karşılıkları) araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırma problemini daha iyi yansıtacağı düşünülen bu örneklem, aynı zamanda araştırmanın en önemli kısıtını oluşturmaktadır. Her iki ülkedeki tüm üniversitelerde görev yapan akademik personelin dahil edildiği araştırma bulguları, tüm ülkeye genellenebilir nitelikte değildir. Ancak oldukça geniş örneklemle ulaşılan her iki uygulamanın, temsil gücünün yüksek olduğu, önemli bulgular yansıttığı ve soruna yönelik çözüm önerilerinin geliştirilmesinde önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

Araştırmada online anket yöntemi kullanılmış, araştırma örnekleme üniversite bölüm sayfalarında yayınlanan iletişim bilgilerinden erişilmiştir. Ancak bu süreçte, üniversite sayfalarının yenilenmemesi, her akademik personelin bilgisinin sayfada bulunmaması, bazı üniversitelerin kurum mail adreslerinin kullanılmasında akademik personelin teknik sorunlarla karşılaşması, gibi nedenlerle hedef üniversitelerdeki tüm personele ulaşılamamıştır.

Pay piyasaları, değişen ekonomik, politik, sosyal vb. koşullar altında her an farklılaşan trendlere sahiptir. Dolayısıyla araştırma sonuçları, araştırmanın yapıldığı dönemi yansıtan özellik göstermekte, aynı konunun başka bir dönemde tekrar incelenmek istenmesi durumunda uygulamanın tekrarlanması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle, araştırma kesitsel bir nitelik taşımaktadır.

Analiz birimi olarak bireysel yatırımcılar üzerinde durulan araştırmada, her iki pay piyasası işlem hacminde de oldukça önemli yer tutan kurumsal yatırımcılar konu dışı bırakılmıştır. Bu yatırımcı kitlesinin de dahil edildiği bir araştırma konuya daha bütünsel bir bakış açısı sunabilecektir.

Son olarak, araştırmada yatırım aracı olarak sadece pay senedi üzerinde durulmuştur. Bu anlamda araştırma, borsada işlem gören diğer kısa ve uzun vadeli yatırım araçlarını kapsamamaktadır.

4.6. Araştırma Yöntemi

4.6.1. Örneklem Hacminin Belirlenmesi

4.6.1.1. Türkiye Uygulamasına Yönelik rneklem Hacminin Belirlenmesi

Araştırmanın Türkiye ana kütlesini, Türkiye'deki devlet ve vakıf üniversitelerinde görev yapan tam ve yarı zamanlı akademik personel (profesör, doçent, yardımcı doçent, araştırma görevlisi, ğretim görevlisi, okutman) oluşturmaktadır.

Tüm niversite akademik personelinin araştırmaya dahil edilmesi, gerek zaman gerek maliyet açısından elverişli olmayacağı için her ilden bir niversitenin araştırmaya dahil edilmesinin araştırma evrenini yansıtmaya gücünün yüksek olduğuna karar verilmiştir. Herhangi bir ilde birden fazla niversitenin bulunduğu durumlarda ise söz konusu niversite, isimlerinin yazıldığı küçük notlar arasından rastgele seçim yapılarak belirlenmiştir. Bu anlamda Olasılığa Dayalı rneklem yöntemlerinden Tabakalı rneklem yöntemi uygulandığı söylenebilir. Bu yöntemin, örneklem hatasının daha az olmasından dolayı istatistiksel olarak daha verimli olduğunu söylemek mümkündür (Nakip, 2013: 282).

Veri toplama sürecinin başlatıldığı 2015 Mayıs ayı itibariyle Türkiye genelindeki, Yüksek ğretim Kurulu (YK) tarafından tanınan toplam yüksek ğretim kurumu sayısı 193'tür. Bunların 109'unu devlet niversitesi, 76'sını vakıf niversitesi ve 8'ini vakıf meslek yüksekokulu oluşturmaktadır (<https://istatistik.yok.gov.tr/>). Aynı tarih itibariyle Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre Türkiye'de 81 il bulunmaktadır (<http://rapory.tuik.gov.tr/24-11-2015-16:09:47-697831142489601782877569397.html>). 81 ilde bulunan toplam 193 yüksek ğretim kurumundan, öncelikle 81'i araştırmaya dahil edilmiş, ancak fakülte/bölüm sayfalarında görev yapan tüm akademik personele ait iletişim bilgisi bulunmaması, iletişim kurulan personelden geri dönüş sağlanamaması, teknik

problemler gibi nedenlerle, 8 ildeki (Adıyaman, Bitlis, Burdur, Karaman, Kastamonu, Kırklareli, Kilis ve Sivas) üniversitelerde görevli akademik personele ulaşılamamıştır.

YÖK sayfasında yayınlanan, 2014-2015 öğretim yılına ait istatistiklere göre, Türkiye üniversitelerinde görev yapan öğretim elemanı sayısı 148.903'tür. Araştırma kapsamındaki toplam 73 yüksek öğretim kurumunda görev yapan toplam akademik personel sayısı ise, 55.462 olarak belirlenmiştir. Bu araştırma evreni üzerinden, fakülte web sitelerinin yenilenmemesi, tüm öğretim elemanlarının hepsinin listelenmemesi, e-mail adreslerinin bulunmaması ya da verilen iletişim adreslerine ulaşılamaması gibi nedenlerle kendilerine ulaşılabilen (anket formunun gönderilebildiği) toplam öğretim elemanı sayısı 23.115'tir .

Örneklem hacminin belirlenmesinde en yaygın kullanılan formüllerden biri şudur;

$$n = \frac{p \times q}{(e/z)^2}$$

Burada ana kütle standart sapma veya varyansının bilinmesi çoğu kez olanaksız olduğundan bunların tahmin edilmesi gerekir. Böyle bir tahmini oranlar üzerinden yapmak çok daha kolaydır. Çünkü bu oranlar hakkında hiçbir bilgi olmasa dahi p*q değerinin en yüksek olduğu (0,5*0,5 = 0,25) değeri esas alınabilir (Kurtuluş, 2004: 68). Buna göre araştırmanın örneklem büyüklüğü, e=0,05 (kabul edilebilen örnekleme hatası) ve 0,95 güven düzeyinde (z=1,96);

$$n = \frac{0,5 \times 0,5}{(0,05/1,96)^2}$$

$$n = 384$$

olarak tespit edilmiştir.

Bulunan örneklem hacminin, ana kütleyle oranının (n/N) %5'ten büyük olup olmadığı kontrol edilmiş (n/N=384/23.115=0.01) ve düzeltme faktörü ile çarpılarak küçültülmesine gerek duyulmamıştır.

4.6.1.2. İrlanda Uygulamasına Yönelik Örneklem Hacminin Belirlenmesi

Araştırmanın İrlanda ana kütlelerini, İrlanda'daki tüm üçüncü derece öğretim kurumlarında (üniversite ve dengi kurum) görev yapan tam ve yarı zamanlı akademik personel oluşturmaktadır.

İrlanda'da zorunlu ilköğretim aşamasından sonraki aşama olan yüksek öğretim sistemi içindeki kurumlar, üçüncü derece kurumlar (third level institutions) olarak adlandırılmaktadır. Tüm sistem, Eğitim ve Beceriler Bakanlığı (Department of Education and Skills) tarafından oluşturulmakta (<http://www.education.ie/en/>), Yüksek Eğitim Otoritesi (Higher Education Authority) tarafından yönetim ve düzenlemesi gerçekleştirilmektedir (<http://www.heai.ie/>).

İrlanda ve Türkiye yüksek öğretim sistemi içinde kullanılan akademik unvan karşılıkları; profesör (professor), doçent (associate professor ya da senior lecturer), yardımcı doçent (lecturer), araştırma görevlisi (research assistant), öğretim görevlisi (teaching assistant) ve doktora sonrası araştırmacı (post-doctorate) olarak özetlenebilir. Ancak her iki ülkede de bazı unvanlar arası örtüşmeler olabilmektedir (araştırma görevlisi ile öğretim görevlisi arasında gibi).

İrlanda uygulaması için veri toplama sürecinin başlatıldığı 2015 Eylül ayı itibarıyla ülke genelinde 7 üniversite, 14 teknoloji enstitüsü, 7 Eğitim Koleji ve hukuk, teoloji gibi farklı alanlarda uzmanlaşmış 4 öğretim kurumu bulunmaktadır. Araştırmaya ülkede bulunan tüm (32) yüksek öğretim kurumları dahil edilmiştir. Bunun nedeni, Türkiye'ye kıyasla daha az sayıda üniversite ve akademik personel bulunması ve sayının ulaşılabilir ölçekte olmasıdır.

Yüksek Eğitim Otoritesi tarafından yayınlanan istatistiklere göre İrlanda'daki yüksek öğretim kurumlarında görev yapan akademik personel sayısı 17.326'dır. Uygulama esnasında iletişim bilgilerine ulaşılabilen personel sayısı ise 12.377'dir.

İrlanda uygulaması için örneklem hacminin belirlenmesinde, Türkiye uygulaması temel alınmıştır. Dolayısıyla gerekli örneklem sayısı **384**'tür. ($n/N=384/12.377=0.03$)

4.6.2. Anket Formunun Oluşturulması

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak online anket yöntemi kullanılmıştır. Günümüzde kalkınmış ve kalkınmakta olan ülkelerde sıklıkla kullanılan bu yöntemde bilgisayar ortamında hazırlanan anket formu, önceden belirlenen kişilerin elektronik posta adreslerine ek olarak (ya da ankete direkt katılımı sağlayan link) gönderilir ve cevaplamaları istenir. En büyük üstünlüğü ucuzluk ve hızlı bilgi toplanmasıdır (Nakip, 2013: 151).

Öncelikle detaylı bir literatür taraması yapılarak araştırma amaçları doğrultusunda en uygun ölçekler araştırılmıştır. Ölçeklerde yer alan her bir ifade için farklı kaynaklar taranmış ve ifadeler üzerinde gerekli düzenlemeler yapıldıktan sonra anket formu oluşturulmuştur. Araştırmada yer alan ölçekler ve referanslarını gösteren tablo aşağıda sunulmuştur. Ayrıca kullanılan Türkçe anket formu EK 4'te, İngilizce anket formu EK 5'de sunulmuştur.

Tablo 10: Araştırmada Kullanılan Ölçekler

Ölçekler	İfadeler	Referanslar
Marka Kişiliği	MK1-MK12	Geuens ve diğ., 2009;
Marka Farkındalığı	MF1	Yo ve Donthu, 2001; Yo, Donthu ve Lee, 2000; Avcılar, 2008
	MF2	Homburg, Klarmann ve Schmitt, 2010; Netemeyer ve diğ., 2004; Ural ve Perk, 2012
	MF3	Aaker, 1996
	MF4	Erciş, Yapraklı ve Can, 2009; Tayfur, 2012
	MF5	Erciş, Yapraklı ve Can, 2009; Yılmaz ve Erciş, 2012
Marka Çağrışımları	MÇ1	Yo ve Donthu, 2001; Yo, Donthu ve Lee, 2000
	MÇ2	Aaker, 1996; Severi ve Link, 2013; Marangoz, 2007; Toksarı ve İnal, 2011; Erciş ve diğ., 2013
	MÇ3	Yo ve Donthu, 2001; Avcılar, 2008; Erciş ve diğ., 2013
	MÇ4	Loureiro, 2013
	MÇ5	Toksarı ve İnal, 2011; Toksarı, 2010
Marka Güveni	MG1	Lassar, Mittal ve Sharma, 1995; Yılmaz ve Erciş, 2012
	MG2	Coelho ve Henseler, 2009; Chaudhuri ve Holbrook, 2001; Sirdeshmukh, Singh ve Sabol, 2002; Loureiro, 2013
	MG3	Erciş, Yapraklı ve Can, 2009; Tayfur, 2012
	MG4	Tayfur, 2012; Luk ve Yip, 2008
Marka Performansı	MP1	Carter, 2014; Siahtiri, 2014; Song, 2014; Netemeyer ve diğ., 2004
	MP2	Song, 2014
	MP3	Yang ve diğ., 2015
	MP4	Chaudhuri, 1999; Song, 2014
Marka Sadakati	MS1	Aaker, 1991; 2001; Severi ve Ling, 2012; Erciş ve diğ., 2013; Avcılar, 2008; Onaran ve diğ., 2013;
	MS2	Aaker, 1991; Loureiro, 2013; Toksarı ve İnal, 2011; Onaran ve diğ., 2013; Toksarı, 2010
	MS3	Coelho ve Henseler, 2009; Caruana, 2000; Chaudhuri, 1999; Sirdeshmukh ve diğ., 2002; Toksarı ve İnal, 2011;
	MS4	Aaker, 1991; 2001; Severi ve Ling, 2012; Avcılar, 2008; Onaran ve diğ., 2013; Tayfur, 2012
Algılanan Risk	AR1	Grønhaug, 1993
	AR2	Erdem ve Swait, 1998
	AR3	Erdem ve Swait, 1998
	AR4	Araştırmacı yargısı
Yatırım Yapma Niyeti	YYN1	Ha ve Janda, 2012; Cronin ve diğ., 2000; Chang ve Liu, 2014
	YYN2	Chaudhuri, 1999; Netemeyer ve diğ., 2004

Araştırmanın Türkiye uygulamasında, yabancı kaynaklardan alınan ölçeklerin Türkçe'ye tercümesi yapılmıştır. Oluşturulan anket formu, Pazarlama, Finans ve Yönetim&Organizasyon Anabilim Dallarında görevli 2 profesör, 2 doçent, 3 yardımcı

doçent ve 2 araştırma görevlisi tarafından gözden geçirilmiş ve getirilen öneriler doğrultusunda ölçeklerin ifade ediliş biçimlerinde gerekli değişiklik ve düzenlemeler yapılmıştır.

4.6.3. Verilerin Toplanması

Yükseköğretim Kurulu Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi gereğince, doktora tezi kapsamında Türkiye örneklemini üzerinde yürütülmesi planlanan anket çalışması için öncelikle, Karadeniz Teknik Üniversitesi Bilimsel Araştırmalar Etik Kurulu'ndan; İrlanda örneklemini üzerinde yürütülmesi planlanan anket çalışması için ise araştırmacının TÜBİTAK 2214-A Doktora Sırası Araştırma Burs Programı kapsamında 1 yıl süreyle bulunduğu ve araştırmalarını gerçekleştirdiği University College Dublin, Human Research Ethics Committee (İnsan Araştırmaları Etik Komitesi)'den gerekli izinler alınmıştır.

Her iki ülke için de araştırma ana kütlesi kapsamındaki akademik personel isim ve e-mail adreslerini içeren listeler oluşturulmuş ve bu listelere göre anket linki gerekli adreslere gönderilmiştir. Anket uygulaması için gerekli izinlerin alınması, anketlerin gönderilmesi, hatırlatmaların yapılması, anketlerin toplanması ve anket uygulamalarına son verilmesi, Türkiye uygulamasında 2015 Mayıs–2015 Eylül; İrlanda uygulamasında ise 2015 Eylül–2015 Aralık olmak üzere 4'er aylık süreçleri kapsamıştır.

Türkiye uygulamasında anket linkinin gönderildiği toplam kişi sayısı 23.115, toplanan anket sayısı ise 1587'dir. Toplanan anketlerden 9 tanesinin kullanılmasının uygun olmadığına karar verilmiş, veri analizi aşaması geri kalan 1578 anket üzerinden gerçekleştirilmiştir.

İrlanda uygulamasında anket linki toplam 12.377 kişiye gönderilmiş, 402 kişiden geri dönüş sağlanmıştır. Anketlerin 6 tanesinin kullanılmamasına karar verilerek, analiz toplam 396 anket üzerinden yürütülmüştür.

Anket geri dönüş oranlarının çok yüksek olmamasına rağmen, her iki ülkede de hedef üniversitelerin hepsinden kabul edilebilir oranlarda geri dönüş sağlanmıştır. Bu

durum, örneklemelerin evreni yansıtabilmesini mümkün kılan etmenlerdendir. Türkiye uygulamasında örneklemin illere göre dağılımını EK 6'da, İrlanda uygulamasında bölgelere göre dağılım EK 7'de sunulmuştur.

4.7. Verilerin Analizi

Araştırma kapsamında toplanan verilerin analizi için benimsenen temel yaklaşım çok değişkenli istatistiksel tekniklerdir. Çok değişkenli istatistiksel teknikler uzun yıllardır karmaşık, çok sayıda bağımsız ve bağımlı değişkenden oluşan veri setlerinin analiz edilmesini kolaylaştıran (Çokluk ve diğerleri, 2012: 1) ve tüm bu değişkenleri aynı anda test ederek ölçüm hatalarını da dikkate alan analiz yöntemleridir. Bazı varsayımlara dayanan çok değişkenli istatistiksel tekniklerin geçerliliği, bu varsayımların sağlanmasına bağlıdır (Kalaycı, 2014: 207). Bu varsayımlar arasında normallik, eksik veri, doğrusallık, türdeşsellik, koşutluk ve ayırık değer olduğu söylenebilir. Özellikle nicel araştırmalarda üstünde titizlikle durulması gereken koşul normal dağılımdır. Faktör Analizi, Regresyon Analizi, Yapısal Eşitlik Modellemesi gibi birçok parametrik testin normal dağılıma oldukça duyarlı olduğu, dağılımın sağlanmaması durumunda test sonuçlarının geçerlilik ve güvenilirliklerinin sorgulanması gerektiği genel kabul görmüş bir olgudur. Koşulların sağlanmasının önemi dolayısıyla toplanan veriler öncelikle gerekli varsayımlar açısından kontrol edilmiş, normal dağılıma uymayan Türkiye uygulamasındaki marka çağrışımı ölçeği Templeton'un (2011: 42-58) 2 aşamalı yöntemi kullanılarak mümkün olan en uygun normal dağılıma yaklaştırılmış ve ardından istatistiksel testlere geçilmiştir. Araştırmalarda SPSS 20 istatistik paket programı ve Yapısal Eşitlik analizleri için AMOS 20 programı kullanılmıştır.

Araştırmada kullanılan ölçeklerin öncelikle toplanan veriler doğrultusunda güvenilirliklerinin araştırılması için güvenilirlik analizi yapılmıştır. Güvenilirliğin sağlanması için ölçeklerin öncelikle İç Tutarlılığa (Internal Consistency) sahip olması gerekmektedir. İç tutarlılığı ölçmede en çok kullanılan analizden biri Cronbach Alpha yöntemidir (Şencan, 2005: 164). Bu çalışmada da içsel tutarlılığın belirlenmesinde bu yöntem kullanılmıştır ve tüm ölçeklere ait güvenilirlik katsayıları 0,70 eşik değerinin (Nunnally, 1987) üstünde bulunmuştur.

Güvenilirlik analizlerinin tamamlanmasından sonra geçerlilik analizlerine geçilmiştir. Geçerlilik, araştırmanın bütününe ait olmayıp ancak toplanan verilerin ve sürecin geçerliliğinden bahsedilebilir. Bu yüzden daha önceki çalışmalarda geçerlilikleri kanıtlanmış ölçekler kullanılması durumunda bile geçerlilik analizi tekrarlanmalıdır (Şencan, 2005). Araştırmada kullanılan ölçeklerin geçerliliklerinin araştırılmasında öncelikle araştırmacı değerlendirmeleri doğrultusunda Yüzey Geçerliliği sağlanmış, daha sonra İçerik Geçerliliği araştırılmıştır. Bu doğrultuda ölçek maddelerinin tek tek ve anketin genelinin ölçülmek istenen kavramsal yapıyı temsil edip etmediği, Pazarlama, Finans ve Yönetim&Organizasyon Anabilim Dallarında görevli akademik personel tarafından değerlendirilmiştir. Yapılan öneriler doğrultusunda ölçek maddelerinde ve ifade ediliş biçimlerinde düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca İngilizce'den Türkçe'ye çevrilen ölçek maddeleri tekrar İngilizce'ye çevrilip ifadeler İngiliz Dili Edebiyatı mezunu ve İngilizce Öğretmeni 2 uzman tarafından değerlendirilmiştir.

İçerik Geçerliliğinin ardından Yapısal Geçerlilik (Construct Validity) adımına geçilmiştir. Yapısal Geçerlilik, ölçeğin ölçülmek istenen hipotetik yapılarla yüksek derecede ilişkili olması ve bu ilişkilerin de kurama uygun düşmesidir (Şencan, 2005). Yapısal Geçerliliğin testi için öncelikle açıklayıcı faktör analizi (AFA) uygulanmış, ardından doğrulayıcı faktör analizi (DFA) ile ölçek maddeleri onaylanmıştır.

Yapısal eşitlik analizi öncesinde, her bir ölçüm modeli için doğrulayıcı faktör analizi uygulanmıştır. Her ölçüm modelindeki gizil değişkenlerin tümü arasında kovaryans ilişkisi kurularak bileşik güvenilirlik (CR), ayırım ve yakınsak (yakınsama) geçerliliği için şartların sağlanıp sağlanmadığı kontrol edilmiştir.

Yapısal modelin testinden önce, Ortak Yöntem Varyansı kontrolü için Harman'ın tek faktör testi yapılmıştır. Testin amacı tüm maddelerin tek faktör altında toplanıp toplanmadığının ya da tek bir faktörün toplam varyansın çoğunu açıklayıp açıklamadığının tespit edilmesidir. Uygulamadaki tüm maddelere birden uygulanan döngüsüz açıklayıcı faktör analizi sonucu, ölçeklere yönelik Ortak Yöntem Varyansı sorunu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yapısal modelin kurulmasının ardından modeldeki ilişkilerin tespiti (hipotez testi) için yol (path) analizi uygulanmıştır. Model uyumunun kontrolünden sonra gerekli modifikasyon indekslerine başvurulmuş ve sonrasında yolların anlamlılığı tespit edilmiştir. Modelde öngörülen Aracılık etkisi (mediation) için Bootstrap yöntemi uygulanmış; modelin gruplar arası farklılığının tespiti için ise Çoklu-Grup Yapısal Eşitlik Modellemesi uygulaması yapılmıştır. Yapılan istatistiksel analizler sonucu, anlamlılığı kanıtlanan ve kanıtlanamayan değişkenler arası ilişkiler tespit edilmiş, aynı zamanda gruplar arası önemli farklılıklar bulunmuştur. Bulgular ayrı başlıklar halinde raporlaştırılmıştır.

4.8. Türkiye Pay Piyasası Uygulaması

4.8.1. Türkiye Örnekleminin Demografik Özellikleri

Araştırma örneklemine ait demografik dağılımlar Tablo 11’de sunulmuştur.

Tablo 11: Türkiye Örneklemine ait Demografik Bilgiler

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Cinsiyet	Kadın	485	30,7	30,7
	Erkek	1093	69,3	100,0
Katılımcı Yaş Aralığı	21 - 30	544	34,5	34,5
	31 - 40	531	33,7	68,1
	41 - 50	295	18,7	86,8
	51 ve üstü	208	13,2	100,0
Eğitim Durumu	Üniversite	72	4,6	4,6
	Y. Lisans / Doktora	1506	95,4	100,0
Medeni Hal	Evli	983	62,3	62,3
	Bekar	595	37,7	100,0
Aylık Toplam Gelir	1000 TL ve altı	2	,1	,1
	1001 TL - 2000 TL	16	1,0	1,1
	2001 TL - 3000 TL	68	4,3	5,4
	3001 TL - 4000 TL	665	42,1	47,6
	4001 TL - 5000 TL	321	20,3	67,9
	5001 TL ve üstü	506	32,1	100,0
Meslek / Çalışma Durumu	Kamu çalışanı	1360	86,3	86,3
	Özel sektör çalışanı	209	13,2	99,5
	Emekli	6	,4	99,9

*Toplam örneklem sayısı 1578’dir. Ancak bazı demografik değişkenler için eksik veriler mevcuttur.

Araştırma örnekleminin yaklaşık %30,7'sini kadın, %69,3'ünü erkek katılımcılar oluşturmaktadır. Örneklem dağılımı, Türkiye geneli yatırımcı profili ile uyum göstermekte, erkeklerin kadınlardan daha çok yatırım davranışına yöneldikleri görülmektedir.

21-40 yaş aralığındaki katılımcılar örneklemin %68,1'ini oluşturmaktadır. İkinci sırada 41-50 yaş aralığındaki katılımcılar (%18,7), üçüncü sırada ise 51 ve üstü yaş aralığındaki katılımcılar (%13,2) gelmektedir.

Araştırma evreni gereğince, örneklemin tümü eğitimli bir katılımcı grubunu temsil etmektedir. Katılımcıların %95,4'ü yüksek lisans ve doktora, geri kalan %4,6'sı ise üniversite mezunudur.

Araştırma örnekleminin %62,3'ü evli, %37,7'si ise bekar katılımcılardan oluşmaktadır.

Katılımcıların %0,1'i 1000TL ve altı; %1'i 1001TL - 2000 TL arası; %4,3'ü 2001TL - 3000TL arası; %42,1'i 3001TL - 4000TL arası; %20,3'ü 4001TL - 5000TL arası; %32,1'i 5000TL ve üstü gelire sahiptir. Buna göre örneklemin en büyük yüzdesini 3001TL - 4000TL arası gelire sahip katılımcılar oluşturmaktadır. Bu grubu 5001TL ve üzeri katılımcılar takip etmekte, üçüncü sırada ise 4001TL - 5000 TL arası gelire sahip katılımcılar gelmektedir.

Katılımcıların çoğunluğu (%86,3) kamu üniversitelerinde görevlidir. Vakıf üniversitelerinde görevli akademik personel oranı %13,2; emekli akademisyen oranı ise %0,4'tür. Bu durumun Türkiye'deki devlet üniversitelerinin sayısal çoğunluğu ile uyumlu olduğu görülmektedir.

4.8.2. Türkiye Örnekleminin Yatırım Davranışına Göre Dağılımları

Anket uygulamasında katılımcılarına yöneltilen genel yatırım davranışlarına yönelik sorular ile yatırım yapma durumları, yatırım tercihleri ve yatırım kriterleri belirlenmeye çalışılmıştır. Cevaplar sıralamalı şıklar şeklinde oluşturulmuş, ayrıca en son şık olarak açık uçlu 'Diğer' seçeneği de dahil edilerek cevaplayıcıların görüşlerini

belirtmelerine fırsat tanınmıştır. Katılımcıların yatırım davranışlarına yönelik sorulara verdiği cevapların frekans dağılımları ve yüzdeleri aşağıdaki tablolarda sunulmuştur.

Tablo 12: Türkiye Örnekleminin Pay Senedine Yatırım Yapma Durumuna Göre Dağılımı

		Frekans	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde*
Yatırımcı Kategorisi	Mevcut Yatırımcı	375	23,8	23,8
	Potansiyel Yatırımcı	198	12,5	36,3
	Kayıp Yatırımcı	194	12,3	48,6
	Yatırımcı Olmayan	811	51,4	100
	Toplam	1578	100	

Araştırma örnekleminin yaklaşık %52'sini bugüne kadar pay piyasasında herhangi bir yolla yatırım yapmamış, gelecek dönemde de yapmayı düşünmeyen katılımcılar oluşturmaktadır. Bu grup *Yatırımcı Olmayan* olarak adlandırılmıştır. Pay piyasasına finansal araçlar, bankalar, bireysel emeklilik sistemi gibi çeşitli yollarla yatırım yapmakta olan *Mevcut Yatırımcılar*, %23,8'lik dilimi oluşturmaktadır. Pay piyasasına daha önce yatırım yapmamış, ancak gelecek dönemde yatırım yapmayı düşünen *Potansiyel Yatırımcıların* oranı %12,5'tir. Daha önceki dönemlerde Pay Piyasası'na yatırım yapmış, ancak tekrar yapmayı düşünmeyen *Kayıp Yatırımcılar* ise, örneklemin %12,3'ünü oluşturmaktadır. Aynı grup, Yatırıma Olumlu Bakanlar (1. ve 2. grup) ve Yatırıma Olumlu Bakmayanlar (3. ve 4. grup) olarak sınıflandığında ise, ilk grubun oranı %36,3; ikinci grubun oranı ise %63,7'dur. Bir başka ifadeyle, araştırma örnekleminin önemli çoğunluğu pay piyasasında yatırım yapmaya gerek şu anki gerekse gelecek dönemde olumlu bakmamaktadır.

Tablo 13: Türkiye Örnekleminin Yatırım Aracı Tercihine Göre Dağılımı

		Frekans	Geçerli Yüzde*	Kümülatif Yüzde*
Öncelikli Yatırım Tercihi	Gayrimenkul	572	36,3	36
	Banka Mevduat Hesabı	282	17,9	54
	Döviz	271	17,2	71
	Altın	253	16,0	87
	Pay Senedi	124	7,9	95
	Diğer	75	4,8	100
	Toplam	1577		

* Yüzdelerdeki virgülden sonraki kısım >5 ise, bir sonraki tam sayıya yuvarlanmış olduğundan toplam sayı 100'e eşit olmayabilmektedir. Bu durum, analiz sonuçları açısından önemli sonuçlar doğurmadığı için sayılar değiştirilmemiştir.

Araştırma örneklemine “50.000TL'niz olsa ilk olarak nereye yatırım yapmayı düşünürdünüz?” sorusu yöneltilmiş ve öncelikli yatırım araçları belirlenmeye çalışılmıştır. Katılımcıların %36,3 ile en büyük yüzdesini gayrimenkul yatırımını tercih edenler oluşturmaktadır. İkinci en büyük yatırım tercihi yüzdesi %17,9 ile banka mevduat hesabıdır. Döviz yatırımı %17,2 ile üçüncü tercih olarak görülmekte, bunu %16 ile altın yatırımı takip etmektedir. Mevduat, döviz ve altın tercihleri birbirine yakın yüzdeler olarak değerlendirilmiştir. Tabloda dikkat çeken, pay senedinin %7,9 ile en düşük / en az popüler olan yatırım aracı olarak öne çıkmasıdır. Aynı soruya verilen ‘Diğer’ cevapları Tablo 14’de gösterilmiştir.

Tablo 14: Türkiye Örnekleminin ‘Diğer’ Yatırım Tercihlerine Göre Dağılımı

		Frekans	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırım Tercihleri 'Diğer' Kategorisi	Portföy Çeşitlemesi	16	1,0	96
	Yatırım Fonu	15	1,0	97
	Ticaret / Üretim	10	0,6	98
	Araba	7	0,4	98
	Katılım Bankacılığı	5	0,3	99
	Devlet Tahvili / Bono	5	0,3	99
	Bireysel Emeklilik Sistemi	4	0,3	99
	Eğitim	4	0,3	99
	Yatırım yapmazdım	4	0,3	100
	Borç Ödemesi	2	0,1	100
	Konjonktüre bağlı olarak değişir	2	0,1	100
	Gümüş	1	0,1	100
Toplam		75	4,8	

Diğer şıkkını işaretleyen katılımcıların çoğu verilen seçenekler arasında portföy çeşitlemesi yapacaklarını belirtmişlerdir. Bu gruptaki yatırımcıların ikinci en büyük yatırım tercihleri, yatırım fonudur. Katılımcılar üçüncü sırada ise, ticaret ve reel üretime yatırımı tercih etmektedirler.

Tablo 15: Türkiye Örnekleminin Öncelikli Yatırım Kriterine Göre Dağılımı

		Frekans	Geçerli Yüzde*	Kümülatif Yüzde
Öncelikli Yatırım Kriteri	Güvenilir olması	789	50,0	50,0
	Riskinin düşük olması	470	29,8	79,8
	Getirisinin yüksek olması	213	13,5	93,3
	Erişim kolaylığı	34	2,2	95,5
	Bilinir olması	34	2,2	97,7
	Diğer	38	2,4	100,0
	Toplam	1578		

* Yüzdelerdeki virgülden sonraki kısım>5 ise, bir sonraki tam sayıya yuvarlanmış olduğundan toplam yüzde 100'den büyük olabilmektedir.

Katılımcıların yarısı (%50), yatırım aracı seçiminde öncelikle güvenilirlik faktörünü göz önünde bulundurmaktadırlar. %29,8 ile ikinci en büyük katılımcı yüzdesi için yatırım aracının riskinin düşük olması önemli iken, %13,5'i getiri faktörünü belirtmişlerdir.

Kümülatif olarak bakıldığında, katılımcıların %93,3 gibi önemli bir bölümü için (1) Güven, (2) Risk, (3) Getiri faktörlerinin öne çıktığı görülmektedir. Bilinirlik ve Erişim Kolaylığı ise, her biri %2,2 oranı ile katılımcı yatırım kriterlerinde en az paya sahiptir.

Öncelikli yatırım kriteri için verilen 'Diğer' cevapları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 16: Türkiye Örnekleminin ‘Diğer’ Yatırım Kriterlerine Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırım Kriterleri 'Diğer' Kategorisi	İnançlarıma uygun olması / Faizsiz Getiri	11	,7	98,3
	Hepsini birlikte değerlendiririm	9	,6	98,9
	Getiri-Likidite İlişkisi	7	,4	99,3
	Risk-Getiri İlişkisi	6	,4	99,7
	Makro-ekonomik durum	1	,1	99,7
	Kurumsal yapı	1	,1	99,8
	Karlılık oranı	1	,1	99,9
	Analizinin kolay olması	1	,1	99,9
	Güvenilir bir kaynaktan tavsiye edilmesi	1	,1	100,0
Toplam		38	2,4	

* Eksik veriler dahil edilmemiştir.

Öncelikli yatırım kriterine verilen ‘Diğer’ cevaplarının çoğunluğunu, İnançlarıma uygun olması / Faizsiz getiri kriteri oluşturmaktadır. Katılımcıların ikinci büyük çoğunluğu, tüm kriterleri aynı anda değerlendireceklerini belirtmiştir. Gruptaki üçüncü en önemli kriter ise, getirisi yüksek ve aynı zamanda likit bir yatırım aracı olmasıdır. Benzer şekilde getiri ve risk ilişkisi eş zamanlı olarak yatırımcı kararlarını etkilemektedir. En az dikkate alınan kriterler ise makro-ekonomik durum, kurumsal yapı, karlılık oranı, analizinin kolay olması ve güvenilir bir kaynak tarafından tavsiye edilmesidir.

4.8.3. Türkiye Örnekleminin Kullanılan Ölçeklere Göre Dağılımları

4.8.3.1. Türkiye Örnekleminin Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Dağılımı

Araştırmada kullanılan marka kişiliği ölçeği, 5 boyut ve 12 maddeden oluşmaktadır. *Sorumluluk* boyutu ayakları yere basan/gerçekçi, istikrarlı, sorumluluk sahibi; *Hareketlilik* boyutu dinamik, aktif, yenilikçi; *Saldırganlık* boyutu agresif, cesaretli; *Sadelik* boyutu sıradan, basit; ve *Duyarlılık* boyutu romantik, duygusal kişilik özellikleri ile ölçülmüştür. Sorular 5’li sıralama ölçeği şeklinde sorulmuş, katılımcıların her bir özelliği ‘(1) Zihnimde En Az Canlanıyor’ ile (5) Zihnimde En Çok Canlanıyor’ arasında derecelendirmeleri istenmiştir.

Ölçeğe ilişkin frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri Tablo 17'de görülmektedir.

Tablo 17: Türkiye Örnekleminin Marka Kişiliği Ölçeğine İlişkin Dağılımı

	(1) En Az Canlanıyor	(2)	(3)	(4)	(5) En Çok Canlanıyor	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
Ayakları yere basan / Gerçekçi	360	454	541	186	37	2,42	1,04
İstikrarlı	382	486	464	211	35	2,39	1,06
Sorumluluk sahibi	291	410	571	263	43	2,59	1,05
Dinamik	185	251	506	515	121	3,09	1,12
Aktif / Etkin	181	265	529	487	116	3,06	1,11
Yenilikçi	233	349	612	316	68	2,77	1,06
Agresif / Saldırgan	296	429	584	205	64	2,56	1,06
Cesur	240	409	633	250	46	2,65	1,01
Sıradan / Alışılmış	225	414	575	273	91	2,74	1,08
Basit	331	459	529	200	59	2,49	1,07
Romantik	770	332	384	68	24	1,89	1,01
Duygusal / Hassas	654	316	388	140	80	2,16	1,20

Not: Toplam örneklem sayısı 1578'dir.

Marka Kişiliği boyutları içinde en yüksek ortalamaya sahip olanın Dinamik sıfatı (3,09); en düşük ortalamaya sahip boyutun ise Romantik sıfatı (1,89) olduğu görülmektedir.

4.8.3.2. Türkiye Örnekleminin Marka Değişkenlerine Yönelik Dağılımı

Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka değeri belirleyicileri olan marka farkındalığı ölçeği 5 madde ile; marka çağrışımı ölçeği 5 madde (1 ters soru) ile; marka performansı ölçeği 4 madde ile; marka güveni ölçeği 4 madde (1 ters soru) ile; marka sadakati ölçeği 4 madde ile ölçülmüştür. Sorular 5'li Likert tipinde sorulmuş, katılımcılardan (1) Kesinlikle Katılmıyorum ila (5) Kesinlikle Katılıyorum arasında seçimde bulunmaları istenmiştir.

Ölçeğe yönelik frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri ile genel ölçek ortalamaları Tablo 18’de sunulmuştur.

Tablo 18: Türkiye Örnekleminin Marka Değeri Belirleyicilerine İlişkin Dağılımı

	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Ölçek Genel Ortalaması
Marka Farkındalığı 1	83	97	78	472	848	4,21	1,12	3,23
Marka Farkındalığı 2	324	507	318	289	140	2,63	1,24	
Marka Farkındalığı 3	125	201	261	629	362	3,57	1,20	
Marka Farkındalığı 4	264	434	316	401	163	2,85	1,26	
Marka Farkındalığı 5	177	410	475	419	97	2,90	1,10	
Marka Çağrışımı 1	593	429	239	205	112	2,25	1,27	2,68
Marka Çağrışımı 2	357	523	543	122	33	2,34	0,98	
Marka Çağrışımı 3	230	328	352	505	163	3,03	1,23	
Marka Çağrışımı 4	202	459	323	397	197	2,95	1,25	
Marka Çağrışımı 5	139	296	828	281	34	2,86	0,89	
Marka Performansı 1	106	302	825	316	29	2,91	0,85	2,90
Marka Performansı 2	113	319	757	352	37	2,92	0,89	
Marka Performansı 3	101	322	831	297	27	2,89	0,84	
Marka Performansı 4	105	293	921	236	23	2,86	0,80	
Marka Güveni 1	156	265	961	178	18	2,77	0,82	2,90
Marka Güveni 2	185	366	681	309	37	2,78	0,97	
Marka Güveni 3	55	124	699	532	168	3,40	0,91	
Marka Güveni 4	197	361	843	159	18	2,65	0,87	
Marka Sadakati 1	121	288	589	417	163	3,13	1,07	2,71
Marka Sadakati 2	275	422	621	207	53	2,58	1,03	
Marka Sadakati 3	247	399	654	227	51	2,64	1,01	
Marka Sadakati 4	300	527	513	189	49	2,47	1,03	
Not: Toplam örneklem sayısı 1578'dir.								

Marka değeri belirleyicileri arasında en yüksek ortalamaya sahip ölçek, marka farkındalığı (3,23); en düşük ortalamaya sahip ölçek ise marka çağrışımı (2,684) olarak dikkat çekmektedir.

4.8.3.3. Türkiye Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine Yönelik Dağılımları

Araştırmanın egzojen ölçekleri olan Algılanan Risk ölçeği 4 ifade ile ve Yatırım Yapma Niyeti ölçeği 2 ifade ile ölçülmüştür. Soruların tümü 5’li Likert tipinde sorulmuş ve katılımcılardan (1)Kesinlikle Katılmıyorum ila (5)Kesinlikle Katılıyorum arasında değerlendirmede bulunmaları istenmiştir.

İfadelere yönelik frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri ile ölçek genel ortalamaları Tablo 19’da sunulmuştur.

Tablo 19: Türkiye Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine İlişkin Dağılımı

	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Ölçek Genel Ortalaması
Algılanan Risk 1	76	201	606	501	194	3,34	1,01	3,40
Algılanan Risk 2	88	214	604	528	144	3,27	0,99	
Algılanan Risk 3	84	222	300	587	385	3,61	1,15	
Algılanan Risk 4	56	214	601	514	193	3,36	0,98	
Yatırım Yapma Niyeti 1	259	408	573	260	78	2,68	1,08	2,68
Yatırım Yapma Niyeti 2	259	362	636	251	70	2,69	1,06	
Not: Toplam örneklem sayısı 1578'dir.								

Türkiye Pay Piyasasına yönelik çalışılan ölçekler içinde en yüksek ortalamaya sahip olan ölçeğin algılanan risk ölçeği olduğu görülmektedir. Yatırım yapma niyeti ölçeği genel ortalaması (2,683) ise en düşük ortalamadır. Bir başka ifadeyle, katılımcılar, pay piyasasına yönelik yüksek risk algılayarak, bununla paralel olarak düşük yatırım yapma niyetine sahiptirler.

4.8.4. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulgular

4.8.4.1. İçsel Tutarlılık Göstergesi olarak Cronbach Alpha Katsayıları

Güvenilirlik, gözlenen değişkenin ‘gerçek’ değeri ‘hatasız’ ölçme derecesidir. Aynı ölçeğin sürekli sorulması durumunda birbiri ile tutarlı sonuçlar alınıyorsa ölçeğin güvenilirliğinden bahsedilebilir (Hair ve diğerleri, 2009). Dolayısıyla güvenilirlik için, bir ölçüm sürecinde ölçüm işleminin tekrarlanabilirliği ya da tekrarlardaki tutarlılık; bir özelliğin bağımsız ölçümleri arasındaki kararlılık; zamana göre değişmezlik ölçüsü gibi tanımlar yapılabilir (Alpar, 2014: 435). Güvenilirlik, bir testin geçerliliğini etkiler; yani geçerli bir test mutlaka güvenilir olmalıdır, ancak güvenilir bir test geçerli olmayabilir.

Güvenilirliğin belirlenmesinde sıklıkla kullanılan 3 yöntem; Paralel Testler Yöntemi, Test-Tekrar Test Yöntemi ve Yarıya Bölme Yöntemidir (Alpar, 2014: 476) Elde edilen değerler arasındaki korelasyon katsayısının yüksekliği ölçeğin güvenilirlik göstergelerinden biridir. Güvenilirlik için öncelikle ölçek maddelerinin İç Tutarlılığa (Internal Consistency) sahip olması gerekir (Şencan, 2005: 164). İç Tutarlılığın belirlenmesinde sıklıkla Cronbach’s Alpha yöntemi kullanılır. R_2 ile gösterilen Cronbach’s Alpha, ölçekte yer alan maddelerin türdeş bir yapıyı açıklamak amacıyla bir bütün oluşturup oluşturmadıklarının sorgulanması için kullanılır. Genel olarak güvenilirlik katsayısı alt sınırı 0,70 olmasına rağmen bu değer keşfedici araştırmalarda 0,60’a kadar düşebilmektedir (Hair ve diğerleri, 2005:118).

Araştırmada öncelikle içsel tutarlılığın belirlenmesi için Cronbach’s Alpha yöntemi kullanılmış. Ölçeklere ait istatistikler ve Cronbach’s Alpha katsayıları Tablo 20’de sunulmuştur.

Tablo 20: Ölçeklere ait Güvenilirlik Katsayıları Özeti

	Ortalama	Varyans	Standart Sapma	Madde Sayısı	Cronbach's Alpha
Marka Kişiliği	30,81	63,637	7,977	12	0,853
Marka Farkındalığı	16,16	18,979	4,356	5	0,786
Marka Çağrışımı	10,47	9,577	3,095	4	0,653
Marka Performansı	11,59	8,018	2,832	4	0,856
Marka Güveni	8,19	4,902	2,214	3	0,778
Marka Sadakati	10,83	11,353	3,369	4	0,830
Marka Değeri	12,28	11,321	3,365	4	0,834
Yatırım Yapma Niyeti	5,37	3,946	1,986	2	0,834
Algılanan Risk	6,70	3,117	1,765	2	0,732

Marka kişiliği, marka farkındalığı, marka sadakati, marka değeri ve yatırım yapma niyeti ölçekleri, silinmesi durumunda güvenilirlik (alfa) katsayısını yükseltecek madde olmadığından ve ölçek-madde korelasyonları yeterli olduğundan aynen korunmuş; silinmesi durumunda güvenilirliği yükselteceği belirlenen, Marka Çağrışımı 4, Marka Performansı 4, Marka Güveni 3, Algılanan Risk 2 ve 3 maddelerinin söz konusu ölçeklerden çıkarılmasına karar verilmiştir. Analiz sonrasında belirlenen tüm güvenilirlik katsayılarının, alt sınır kabul edilen 0,70 değerini aştığı görülmektedir.

4.8.4.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Geçerlilik Analizleri

Geçerlilik, bir ölçüm metodunun bilimsel kullanışlılığı, yani genel olarak ölçmek istediği yapıyı ne kadar iyi ölçtüğünün ifadesidir (Nunnally ve Bernstein, 1994: 83). Burada önemli olan, ölçüm metodunun değerlendirildiği standartları karşılamadaki başarısıdır. Diğer bir tanımla geçerlilik, ölçek ya da ölçek setinin araştırmanın kavramsal yapısını temsil etme ve/veya herhangi bir sistematik ya da rastlantısal hatadan uzaklık derecesidir (Hair ve diğerleri, 2009). Bir test ölçmek istediği özelliği doğru ve diğer özelliklerle karıştırmadan ölçüyor ise bu testin geçerliliğinden bahsedilebilir (Alpar, 2014: 434).

Nunnally ve Bernstein 3 genel geçerlilik türü tanımlamıştır; Yapı Geçerliliği (Construct Validity), Yordama Geçerliliği (Predictive Validity) ve Kapsam (İçerik)

Geçerliliği (Content Validity). Bunlara ek olarak daha klasik anlamıyla 4 genel tür geçerlilikten bahsedilebilir. Bunlar;

Yüzey Geçerliliği (Mantıksal Geçerlilik), ölçeğin ölçülmek istenen tüm boyutları doğrudan ve mantıksal olarak kapsamasıdır. Genel olarak araştırmacı, yakın çevre, uzman olmayan diğer kişiler ve pilot araştırmadaki cevaplayıcı değerlendirmelerine dayanır (Şencan, 2005: 758).

İçerik (Kapsam) Geçerliliği, geliştirilen testin incelenen konuların tüm önemli alt konularını içermesi, ölçülmek istenen davranışları/kalıpları ölçmesi yeteneğidir. Uzman görüşlerine başvurarak saptanması çok etkili bir yaklaşımdır (Alpar, 2014: 437-438). Bu yönüyle Yüzey Geçerliliğinden ayrılır.

Kriter (Ölçüt) Geçerliliği, geliştirilen ölçekle toplanan sonuçların, standart (kriter) olarak seçilen başka bir ölçekle toplanan sonuçlarla karşılaştırılması ve korelasyon katsayısının yüksek çıkmasıdır. En yaygın türleri, Yordama (Tahmin) Geçerliliği (Predictive Validity) ve Eşzaman Geçerliliği (Concurrent Validity) (Alpar, 2014: 440-441; Şencan, 2005: 759). Bu araştırmada kriter geçerliliğinin ölçümüne gerek duyulmamıştır.

Yapı Geçerliliği ise, teorik bir yaklaşım olup, ölçeğin özelliklere uygun bir teorik yapıyı gösterip göstermediğini ele alır ve ölçeğin hangi karakteristiği ölçtüğünü belirler (Nakip, 2013: 210). Bir başka tanımla yapı geçerliliği, doğrudan ölçülemeyen bir özelliği ölçen bir testin ölçme derecesidir (Alpar, 2014: 456). Yapı Geçerliliğine ilişkin kanıt elde etmek için sıklıkla kullanılan tekniklerden ikisi, Açıklayıcı Faktör Analizi ve Doğrulayıcı Faktör Analizidir. Açıklayıcı (ya da Açımlayıcı-Keşfedici) Faktör Analizi (AFA), ortaya çıkan faktörlerin, davranışın anlaşılmasına yardımcı olan kuramın yapıları (gözlenemeyen gizil/örtük değişkenler) ile benzer olup olmadığını ortaya koyar (Alpar, 2014: 177). Doğrulayıcı Faktör Analiziyle (DFA) ise, kuramsal bir yapı doğrultusunda geliştirilen ölçme aracından elde edilen verilere dayanarak, söz konusu yapının doğrulanıp doğrulanmadığı test edilir. Son derece güçlü olan bu teknik, yapı geçerliliğini saptamada, dolayısıyla kuram geliştirmede ve var olan kuramların geçerliliğini test etmede yaygın olarak kullanılır (Erkuş, 2003'ten aktaran Alpar, 2014: 177).

Araştırmada kullanılan ölçeklerin geçerliliklerinin araştırılmasında öncelikle *yüzey geçerliliğine* bakılmıştır. Bu doğrultuda araştırmacı yargısı temel alınarak ölçeklerin mantıksal olarak ölçülmek istenen yapıları yansıttığına karar verilmiştir. Bir sonraki aşamada *içerik geçerliliği* araştırılmıştır. Ölçek maddelerinin her birinin ve anketin genelinin araştırılan kavramsal yapıyı test edip etmediği konusunda Pazarlama, Finans ve Yönetim&Organizasyon Anabilim Dallarında görevli 2 profesör, 2 doçent, 3 yardımcı doçent ve 2 araştırma görevlisinin görüşleri alınmıştır. Yapılan öneriler doğrultusunda ölçek maddelerinde ve ifade ediliş biçimlerinde düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca İngilizceden Türkçeye çevrilen ölçek maddeleri, tekrar İngilizceye çevrilip ifadeler İngiliz Dili Edebiyatı mezunu ve İngilizce Öğretmeni 2 uzman tarafından değerlendirilmiştir.

İçerik Geçerliliğinin ardından *yapı geçerliliği* adımına geçilmiştir. Öncelikle açıklayıcı faktör analizi (AFA) uygulanarak kuramsal yapı ile uygunluğu test edilen ölçek maddeleri, daha sonra doğrulayıcı faktör analizi (DFA) ile onaylanmış ve yapısal model için hazır hale getirilmiştir. Bu anlamda araştırmanın yapı geçerliliği, iki istatistiksel test tekniği birlikte kullanılarak sağlanmıştır.

Açıklayıcı faktör analizinde kullanılan parametre tahminlerini çıkarsama yöntemi, En Çok Olabilirlik Yöntemidir (Maximum Likelihood). Yapısal eşitlik modellemesinde de en yaygın olarak kullanılan uyum fonksiyonu olan bu yöntem, eldeki verinin genel evrenden çekilmiş olma ihtimalini maksimize eden tahminleri ortaya koyar (Kline, 2010: 154-155). Bu yöntem sıkı bir şekilde çok değişkenli normallik varsayımına dayanır. Ayrıca modelin doğru olarak belirlenmiş olması ve örneklemin yeterince büyük olması da yöntemin gücü açısından aranan koşullardır. Bu koşulların sağlanması durumunda En Çok Olabilirlik Yöntemi, diğer yöntemlere göre ana kütle parametrelerini en iyi temsil eden sonuçlar ortaya koyar (Çelik ve Yılmaz, 2013: 27). Araştırma örnekleminin bu koşulları sağladığı görülmüştür.

Açıklayıcı faktör analizinde kullanılan rotasyon yöntemi, bir dik döndürme (Orthogonal Rotation) yöntemi olarak sıklıkla kullanılan Varimax yöntemidir. Faktörlerin birbiri ile ilişkisiz olarak ele alındığı dik döndürme yöntemi, yorumlama, tanımlama ve sonuçları raporlaştırmada rahatlık sağlar (Büyüköztürk, 2007; Gorsuch, 1974; Tabachnick ve Fidel, 2001'den aktaran Çokluk ve diğerleri, 2012: 202).

Açıklamalar doğrultusunda uygulanan açıklayıcı faktör analizi sonuçları alt başlıklar halinde sunulmuştur.

4.8.4.2.1. Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Geçerlilik Analizi

Marka kişiliği ölçeği, araştırmada kullanılan diğer ölçeklerden farklı olarak 5’li Likert tipinde ölçülmediği için geçerlilik analizi ayrı başlık altında sunulmuştur.

Tablo 21: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi

Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği Ölçümü		,803
Bartlett Küresellik Testi	Yaklaşık Ki-Kare	9540,975
	Serbestlik Derecesi	55
	Anlamlılık	0,000

Örneklem yeterliliğinin ve faktör analizinin uygulanabilir olduğunun göstergesi olarak kullanılan Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) Örneklem Yeterliliği ölçümünün, alt sınır olarak kabul edilen 0,50 değerini (Hair ve diğerleri, 2009:103) aştığı görülmektedir.

Ayrıca korelasyon matrisindeki tüm korelasyonların bütünsel anlamlılığının ölçüsü olarak kullanılan; diğer bir ifadeyle korelasyon matrisinin, en azından bazı değişkenlerle anlamlı korelasyon değerlerine sahip olduğunu gösteren Bartlett Küresellik testi anlamlı çıkmıştır. Testin anlamlılığı, örneklemin açıklayıcı faktör analizine hazır olduğunun göstergelerinden biridir.

Tablo 22: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	4,486	40,785	40,785	2,528	22,977	22,977
2	2,042	18,560	59,345	2,184	19,854	42,832
3	1,151	10,467	69,812	1,479	13,448	56,280
4	1,083	9,842	79,654	1,391	12,648	68,928
5	,557	5,066	84,720			
6	,397	3,610	88,329			
7	,334	3,034	91,363			
8	,300	2,726	94,089			
9	,276	2,506	96,595			
10	,230	2,089	98,685			
11	,145	1,315	100,000			

Faktör sayısının belirlenmesinde sıklıkla kullanılan yöntem, Kaiser-Guttman kuralıdır. Buna göre, 1,0 ve üstünde olan başlangıç özdeğerleri, faktör sayısına işaret etmektedir (Nunnally ve Bernstein, 1994: 482). Uygulanan AFA sonrası başlangıç özdeğeri 1'in üstünde 4 faktör tespit edilmiştir. AFA sonrası faktör sayısına karar verirken bir diğer önemli bir ölçüt olarak kullanılan açıklanan toplam varyans değerine ait standart bir alt sınır olmamakla birlikte, %60 değerini aşması tavsiye edilmektedir. Ancak bazı durumlarda bu oranın altındaki değerler de kabul edilebilir görülmektedir (Hair ve diğerleri, 2009:109). Araştırma örneklemini özelinde marka kişiliği ölçeğindeki toplam varyansın açıklanma yüzdesinin yaklaşık %69 olduğu görülmektedir.

Tablo 23: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları

	Faktörler*				Cronbach Alpha
	1	2	3	4	
İstikrarlı	,810	,211			0,89
Sorumluluk sahibi	,810	,340			
Ayakları yere basan	,802	,245	,122		
Dinamik	,382	,831			0,91 (Cesur ve Agresif/Saldırgan silinmesi durumunda)
Aktif/Etkin	,461	,801			
Cesur	,424	,574	,163		
Agresif / Saldırgan		,519	,181		
Romantik	,144		,886	,166	0,80
Duygusal / Hassas		,156	,714	,141	
Sıradan / Alışılmış				,994	0,74
Basit			,308	,585	

*Faktör yükü 0,10 ve altındaki yükler tabloda gösterilmemiştir.

Analiz esnasında faktörlerin ayrışmasını sağlamak için iki madde arası en az 0,10 yükü olması aranmış, bu koşulu sağlamayan HA3 maddesi analizden çıkarılmıştır. Ayrıca her bir maddenin faktör yükünün 0,40 değerinin üstünde olması aranan koşullardandır. Tespit edilen 4 boyuta ait madde faktör yükleri ayrı faktörler altında gruplanmış, her bir maddenin faktör yükünün yeterli olduğu ve birbiri ile çakışan (aynı faktör altında kümelenen) faktör yükleri olmadığı tespit edilmiştir. Teoride Saldırganlık boyutuna ait maddelerin, AFA sonucu Hareketlilik boyutu altında kümelendiği görülmektedir. Bunun sebebinin maddelerin anlam itibarıyla birbirine yakın algılanması olduğu düşünülmektedir. Ancak AFA sonrası faktörlerin Cronbach Alpha katsayıları test edildiğinde, Saldırganlık boyutuna ait maddelerin silinmesi durumunda ölçek güvenilirliğinin yükseleceği görülmüş, dolayısıyla boyutlar birbirinden ayrılmıştır. Analiz sonrası Türkiye Pay Piyasasına yönelik tespit edilen marka kişiliği boyutları şöyledir;

Faktör 1 → Sorumluluk (Ayakları yere basan / İstikrarlı / Sorumluluk sahibi)

Faktör 2 → Hareketlilik (Dinamik / Aktif, Etkin)

Faktör 3 → Duyarlılık (Romantik / Duygusal, Hassas)

Faktör 4 → Sadelik (Basit / Sıradan, Alışılmış)

4.8.4.2.2. Araştırma Değişkenlerine Yönelik Geçerlilik Analizleri

Marka kişiliği ölçeği dışındaki tüm araştırma değişkenlerine ait ölçeklere, aynı anda AFA uygulanmış, sonuçlar aşağıda tabloleştirilmiştir. Marka kişiliği ölçeği ise, 5’li ölçekle sorulmuş olması, ancak bu ölçeğin Likert tipi ölçek olmaması dolayısıyla diğer ölçeklerden ayrı olarak AFA’ya tabi tutulmuştur.

Tablo 24: Araştırma Değişkenlerine Yönelik Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi

Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği Ölçümü		,911
Bartlett Küresellik Testi	Yaklaşık Ki-Kare	17895,792
	Serbestlik Derecesi	30
	Anlamlılık	0,000

Değişkenlere yönelik toplam örneklem yeterliliğinin (0,91) ve Bartlett Küresellik Testinin (0,000) uygunluğunun tespitinden sonra AFA’ya geçilmiştir.

Tablo 25: Araştırma Değişkenlerine Yönelik Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	7,745	30,982	30,982	3,857	15,429	15,429
2	2,801	11,203	42,185	3,415	13,661	29,089
3	2,143	8,572	50,757	2,298	9,194	38,283
4	1,473	5,892	56,649	1,688	6,753	45,036
5	1,005	4,021	60,670	1,534	6,135	51,171
6*	,828	3,310	63,981			

* Tabloda toplam 25 adet faktör olmasına rağmen, sayfa kısıtı nedeniyle sadece özdeğeri 1’in üstünde olan 5 faktör ve olmayan ilk faktör gösterilmiştir.

AFA sonrasında araştırma değişkenlerinin toplam 5 faktör altında kümelendikleri görülmüştür. Bu faktörlerin toplam varyansı açıklama oranı %51’in üstünde tespit edilmiştir.

Tablo 26: Araştırma Değişkenlerine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları

	Faktörler*					Cronbach Alpha
	1	2	3	4	5	
MP3	,814	,171	,189			0,88
MP2	,750	,181	,175	,147		
MP1	,746	,178	,198	,113		
MG1	,672		,169			
MG2	,588	,139	,306	,228	-,224	
MP4	,572	,168	,126		,124	
MG4	,501	,152	,258	,329	-,137	
MF3		,887				0,82 (MÇ4 maddesinin silinmesi durumunda)
MF1	,117	,698			,158	
MF4	,112	,677	,115			
MÇ3	,175	,567	,100	,129		
MÇ1	,167	,503	,132		-,144	
MÇ4		-,493		-,165	,197	
MF2	,146	,462	,222	,297	-,111	
MF5	,286	,443				0,83
MS2	,262	,172	,693	,234		
MS3	,344	,201	,649	,334	-,144	
MS4	,241		,597			
MS1	,289	,229	,591	,194		0,83
YYN1	,197	,223	,230	,751	-,110	
YYN2	,226	,143	,364	,718		0,64
AR1	-,167		-,182	-,114	,687	
AR4	-,207	,103	-,228	-,197	,619	
AR2	,115				,498	
AR3		-,270			,436	

*Faktör yükü 0,10 ve altındaki yükler tabloda gösterilmemiştir.

AFA sonrası marka performansı ile marka güvenilirliği; marka farkındalığı ile marka çağrışımı ölçeklerinin, araştırma örnekleme tarafından benzer/aynı faktör altında algılandıkları görülmüştür. Farkındalık ile çağrışım özellikleri birbirine yakın olmakla birlikte, Türkiye Pay Piyasasına yönelik güvenin performansla eş değer algılanmasının kayda değer olduğu düşünülmektedir. Ayrıca faktörlere/ölçeklere ait güvenilirlik

katsayıları 0,60 değerinin üstünde olup, doğrulayıcı faktör analizi öncesi geçerlilik ve güvenilirlik koşullarının sağlandığı görülmektedir.

Analiz sonrası tespit edilen değişkenler şöyle adlandırılmıştır;

Faktör 1 → Marka Kalitesi (MP1-2-3-4 ile MG1-2-4)

Faktör 2 → Marka Farkındalığı (MF1-2-3-4-5 ile MÇ1-3)

Faktör 3 → Marka Sadakati (MS1-2-3-4)

Faktör 4 → Yatırım Yapma Niyeti (YYN1-2)

Faktör 5 → Algılanan Risk (AR1-2-3-4)

4.8.4.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi ile Geçerlilik ve Güvenilirlik Analizlerinin Doğrulanması

Tanımlayıcı araştırmalarda değişkenler arası ilişkilerin sorgulanması öncesinde kullanılan ölçeklerin güvenilirlik ve geçerliliğinin saptanması oldukça önemlidir. Açıklayıcı Faktör Analizi uygulamasının ardından belirlenen tüm ölçekler için, öncelikle ölçüm modeli (measurement model) oluşturulmuş ve test edilmiş, ardından uyumu en iyi sağladığı düşünülen ölçüm modelleri, aralarında kovaryans ilişkisi kurularak DFA'ya tabi tutulmuştur. Ölçeklerden marka kişiliği ölçeği, teoriyle uyumlu olarak ikinci seviye (2nd order), diğer tüm ölçekler birinci seviye (gizil değişken ve göstergeleri) olarak ölçülmüştür.

Öncelikle maddelerin en az 0.50 madde faktör yüküne sahip olması koşulu aranmıştır. Bu koşulu sağlamayan marka kişiliği ölçeğinin Sadelik boyutu (SD1 ve SD2); marka farkındalığı ölçeğinden MÇ1 ve MF2 ve MF5; algılanan risk ölçeğinden AR2 ve AR3 maddeleri elenerek analiz tekrarlanmış ve geri kalan tüm madde-ölçek korelasyonlarının 0,50 değerinin üstünde olduğu görülmüştür. Analiz sonrası model uyumu ile bileşik güvenilirlik ve geçerlilik analizleri aşağıda tablolatırılmıştır.

Tablo 27: Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Model Uyumu

Uyum İndeksleri	Varsayılan Model (Default Model)
Ki-Kare (CMIN)	1553,397
Serbestlik Derecesi (DF)	274
Anlamlılık (Sig.)	0,00
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (X ² /df)	5,06
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,926
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,932
Görelî Uyum İndeksi (Relative Fit Index, RFI)	0,919
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,943
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,943
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,05

Ki-kare istatistiği, uyum iyiliği testlerinden istatistiksel temeli olan tek ölçüt ve diğer uyum ölçümlerinin hesaplanmasından kullanılan uyumun en temel ölçümüdür. Kavramsal olarak ise, gözlenen kovaryans matrisi ve model kovaryans matrisi arasındaki farkın ve örneklem hacminin bir fonksiyonudur (Bayram, 2013: 71). Örneklem hacmine oldukça duyarlı olan ki-kare istatistiği, büyük örneklerde anlamlı sonuçlar vermekte, bu yüzden çoğunlukla ki-kare değerinin serbestlik derecesine oranı (x^2/sd) kullanılmaktadır. Oranın mükemmel uyum göstergesi <3 iken, kabul edilebilir uyum değeri $<4-5$ olarak alınmaktadır. Uygulanan DFA sonucu x^2/sd değeri modelin iyi uyuma sahip olduğunu göstermektedir. Uyum İyiliği İndeksi (Goodness of Fit, GFI), Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI), Görelî Uyum İndeksi (Relative Fit Index, RFI), Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI) ve Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI) değerinin hepsi 0,90 eşiğinin üzerinde bulunmuştur. Ayrıca Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA) 0,05 değeri ile iyi uyuma işaret etmektedir.¹⁵

Model uyum iyiliğinin kontrolünden sonra modelin bütün olarak bileşik güvenilirlik ve geçerliliğine bakılmıştır. Tablo 28’te özet değerler sunulmuş, ardından açıklamıştır.

¹⁵ Doğrulayıcı Faktör Analizi ve Yapısal Modelleme Analizinde model uyumu ölçütlerini değerlendirmede, Hooper ve diğerleri, 2008; Jöreskog ve Sörom, 1993; Kelloway, 2014; Klein, 2010; Schumacker ve Lomax, 2010; Sümer, 2000; Tabachnick ve Fidell, 2001 referans alınmıştır.

Tablo 28: Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Geçerlilik ve Güvenilirlik Özetleri

	CR	AVE	MSV	ASV	Algılanan Risk	M Güveni-Performansı	Marka Farkındalığı	Marka Sadakati	Yat. Yap. Niyeti	Marka Kişiliği
Algılanan Risk	0,740	0,590	0,185	0,125	0,768*					
Marka Güveni-Perfor.	0,879	0,514	0,440	0,268	-0,327	0,717*				
Marka Farkındalığı	0,812	0,527	0,107	0,076	0,088	0,317	0,726*			
Marka Sadakati	0,845	0,582	0,504	0,310	-0,430	0,657	0,327	0,763*		
Yatırım Yapma Niyeti	0,837	0,720	0,504	0,246	-0,411	0,513	0,276	0,710	0,848*	
Marka Kişiliği	0,733	0,523	0,440	0,245	-0,398	0,663	0,299	0,568	0,465	0,723*

CR: Composite Reliability (Bileşik Güvenilirlik) > 0,60

AVE: Average Variance Extracted (Açıklanan Ortalama Varyans) > 0,50

MSV: Maximum Shared Variance (Maksimum Paylaşılan Varyans) < AVE

ASV: Average Shared Variance (Ortalama Paylaşılan Varyans) < AVE

* = $\sqrt{\text{AVE}}$ (Açıklanan ortalama varyansın karekökü) > faktörler arası korelasyonlar

Araştırmada kullanılan tüm ölçekler aynı anda DFA'ya tabi tutulduğunda bileşik güvenilirlik, (Composite Reliability, CR), DFA'nın önemli koşullarındandır (Tablo 22, ilk sütun). Katsayının 0,70 değerinin üstünde olması ölçeklerin bütünsel güvenilirliklerinin sıkı bir göstergesidir. Daha önce içsel tutarlılıkları (alfa katsayısı) tespit edilen ölçekler, DFA ile tekrar test edilmiş ve tümünün bileşik güvenilirliklerinin 0,70 eşliğinin üstünde değerler alarak güvenilirlik şartını sağladığı sonucuna varılmıştır.

Gerek Açıklayıcı Faktör Analizi gerekse Doğrulayıcı Faktör Analizinde sağlanması beklenen iki tür geçerlilik, Yakınsama Geçerliliği (Convergent Validity) ve Ayırım Geçerliliğidir (Discriminant Validity). İki tür geçerlilikte de değişkenler başka bir dış faktörle değil, kendi aralarında karşılaştırılırlar.

Yakınsama Geçerliliği, aynı yapıyı ölçen değişkenler arasında, en azından orta derecede korelasyon olması durumudur (Kline, 2010: 71). Araştırmada kullanılan ölçeklerin yakınsama geçerliliğinin en önemli göstergesi, açıklanan ortalama varyansın (Average Variance Extracted, AVE) 0,50 değerinin üstünde olmasıdır (Bagozzi ve Yi, 1988; Fornell ve Larcker, 1981). AVE koşulu, yakınsama geçerliliğine yönelik oldukça sıkı bir testtir. Gözlenen değişkenler ile gizil değişkenleri arasındaki tüm AVE oranları 0,50 değerinin üstünde bulunmaktadır. Bu durum, araştırmada kullanılan tüm ölçeklerin yakınsama geçerliliğine sahip olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Ayırım Geçerliliği ise, farklı yapıları ölçen değişkenler arasındaki korelasyonların çok yüksek olmaması durumudur. Örneğin X ile Y arasındaki korelasyon 0.90 ise iki değişkenin farklı yapıları ölçtüğünü söylemek güçtür (Kline, 2010: 72). Ayırım geçerliliği için 3 önemli gösterge bulunmaktadır (Hair ve diğerleri, 2010).

1. Maksimum Paylaşılan Varyansın (Maximum Shared Variance, MSV), açıklanan ortalama varyansın (AVE) küçük olması;
2. Ortalama Paylaşılan Varyansın (Average Shared Variance ,ASV), açıklanan ortalama varyansın (AVE) küçük olması;
3. Açıklanan ortalama varyansın karekökünün faktörler arası korelasyonlarından büyük olması.

Tablo 28’de görüldüğü gibi tüm ölçekler bu 3 koşulu da sağlamaktadır. Sonuç olarak araştırma değişkenlerine yönelik ayırım geçerliliğinin sağlandığı tespit edilmiştir.

4.8.4.4. Geçerliliği ve Güvenilirliği Belirlenen Ölçekler ve Maddeleri

Uygulanan doğrulayıcı faktör analizi sonucu güvenilirlik ve geçerlilikleri belirlenen ölçekler ve maddeleri, özet olarak Tablo 29’te sunulmuştur.

Tablo 29: Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizleri Sonucu Netleşen Ölçek Maddeleri

Ölçek	İfade
Marka Kişiliği (Sorumluluk)	1) Ayakları yere basan/Gerçekçi
	2) İstikrarlı
	3) Sorumluluk sahibi
Marka Kişiliği (Hareketlilik)	1) Dinamik
	2) Aktif/Etkin
Marka Kişiliği (Duyarlılık)	1) Romantik
	2) Duygusal/Hassas
Marka Farkındalığı	1) Borsa İstanbul' un varlığından ve etkinliğinden haberdarım.
	2) Borsa İstanbul hakkında fikir sahibiyim.
	3) Borsa İstanbul'a yönelik reklam ve tanıtımlardan haberdarım.
	4)Borsa İstanbul denince onunla alakalı bazı özellikler (getiri, risk, performans vb.) aklıma hemen gelir.
Marka Kalitesi	1) Borsa İstanbul' un genel performansının yüksek olduğunu düşünüyorum.
	2) Borsa İstanbul' un yatırımcı çekebilme potansiyelini yüksek görüyorum.
	3) Borsa İstanbul' un kurumsal başarısını ortalamanın üstünde görüyorum.
	4) Borsa İstanbul, birçok dünya borsası ile kıyaslandığında yüksek fiyatlanabilen borsalardandır.
	5) Yatırımcı menfaatleri konusunda Borsa İstanbul yönetiminin oldukça duyarlı olduğunu düşünüyorum.
	6) Borsa İstanbul'un güvenilir bir yatırım platformu olduğu kanısındayım.
	7) Borsa İstanbul, beklentilerimi karşılayan bir yatırım platformudur.
Marka Sadakati	1) Hisse senedine yatırım yapmak istesem, Borsa İstanbul ilk tercihim olur /olurdu.
	2) Finansal yatırım konusunda Borsa İstanbul'a sadık olduğumu düşünüyorum.
	3) Bir yakınım / arkadaşım yatırım platformu konusunda tavsiyemi istese, Borsa İstanbul' u öneririm.
	4) Diğer borsalara yatırım imkanım olsa bile Borsa İstanbul'dan başkasına yatırım yapmam / yapmazdım.
Algılanan Risk	1) Borsa İstanbul' da yatırım yapma düşüncesi, zarara uğrayabileceğim konusunda beni tedirgin ediyor.
	2) Genel olarak, Borsa İstanbul' da yatırım yapmayı riskli buluyorum.
Yatırım Yapma Niyeti	1) Gelecekte Borsa İstanbul'da yatırım yapma olasılığım yüksektir.
	2) Finansal yatırım yapmaya karar verdiğimde, paramı Borsa İstanbul' da değerlendiririm.

4.8.4.5. Ortak Yöntem Varyansı Sorunu

Ölçeklerin temsil ettiği yapılarla değil ölçüm metoduyla ilişkilendirilen varyans olarak tanımlanabilen Ortak Yöntem Varyansı, (Common Method Variance – Common Method Bias), ölçüm hatasının temel sebeplerindendir. Hem sistematik hem tesadüfi yanı bulunan ölçüm hatası, ölçeklerle belirlenen yapılar arasındaki ilişkilere yönelik çıkarılan sonuçların geçerliliğini tehdit eder. Ölçümler arasında bulunan korelasyonların, kısmi olarak da olsa, rakip [alternatif] açıklamasını oluşturur. Ortak Yöntem Varyansının ortaya çıkmasının çeşitli sebepleri vardır. Bunlar arasında, hem bağımlı hem de bağımsız değişkenlerin aynı katılımcı tarafından değerlendirilmesi, dolayısıyla kişinin soruları cevaplarken ‘tutarlı’ olmak istemesi, çıkarımlar yapması, sosyal, kültürel vb. açıdan beğenilecek cevaplar vermesi, olan değil olması gereken yönde cevap vermesi, olumlu ya da olumsuz cevap verme eğilimi, sorulara cevap verdiği sırada olumsuz/geçici bir ruh halinde olması ya da maddelerin anlaşılabilmesi, ölçeğin uzunluğu gibi sorulardan kaynaklı sebepler bulunabilir (Podsakoff ve diğerleri, 2003: 879–903).

Araştırma sonuçlarının geçerliliğini tehdit eden ortak yöntem varyansı sorununun tespit edilmesi için sıklıkla kullanılan yöntemlerden biri, Harman’ın Tek Faktör Testidir (Harman’s Single-Factor Test). Bu yöntemde tüm ölçek maddeleri döngüsüz açıklayıcı faktör analizine tabi tutulur. Eğer tüm maddelerin tek bir faktör altında toplandığı ya da tek bir faktörün toplam varyansın önemli kısmını açıkladığı tespit edilirse sorunun varlığından bahsedilir ve bir takım önleyici tedbirlere başvurulur.

Araştırma kapsamında ortak yöntem varyansı sorunu olup olmadığını belirlemek üzere araştırmada kullanılan toplam 26 ölçek maddesi döngüsüz açıklayıcı faktör analizine tabi tutulmuş ve sonuçlar Tablo 24’de gösterilmiştir.

Tablo 30: Döngüsüz Faktör Analizi Sonucu Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	6,923	36,439	36,439	5,518	29,041	29,041
2	2,356	12,401	48,840	2,830	14,894	43,935
3	1,671	8,793	57,633	1,298	6,831	50,766
4	1,132	5,955	63,588	,730	3,843	54,609
5	,931	4,897	68,486			
6	,675	3,554	72,039			
KMO = ,900						
Bartlett Küresellik Testi		-Ki-kare = 14653,272 -sd = 171 -p. = ,000				

Tabloda görüldüğü gibi ölçek maddeleri birden fazla faktör altında toplanmış, ayrıca toplam varyansın önemli bir kısmını (örneğin %50'den fazlasını) açıklayan tek bir faktör bulunmamıştır. En büyük özdeğere sahip ilk faktör varyansın %29'unu açıklamaktadır. Dolayısıyla tespit edilen ölçeklere dair ortak yöntem varyansı sorunu olmadığı sonucuna varılmıştır.

4.8.5. Türkiye Pay Piyasası'na Yatırım Yapma Niyetinin Belirleyicilerine Yönelik Yapısal Eşitlik Modellemesi

Yapısal Eşitlik Modellemesi (YEM), tek bir istatistiksel tekniğin adı olmayıp yazında Kovaryans Yapı Analizi, Kovaryans Yapı Modellemesi, Kovaryans Yapılarının Analizi şeklinde adlandırılan birbiri ile alakalı bir dizi istatistiksel işlemi ifade etmektedir (Kline, 2011: 7). YEM, belli bir olaya dayalı olarak kurulan yapısal teorinin analizinde, onaylayıcı bir yaklaşım sergileyen istatistiksel metodolojidir. YEM'de teoriye dayalı kurulan modelin, veri ile ne derece uyumlu olup olmadığının belirlenmesi için tüm değişkenlerin dahil edildiği ve eş zamanlı gerçekleşen istatistiksel testler uygulanır (Byrne, 2010: 3).

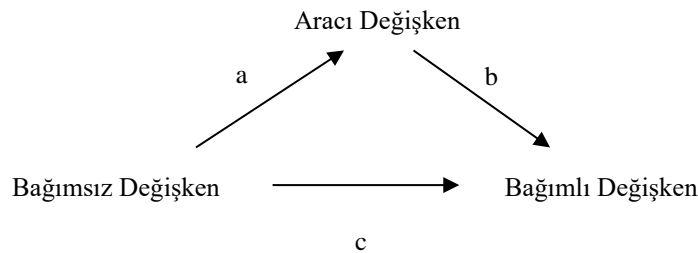
YEM'i diğer istatistiksel yaklaşımlardan ayıran özellikleri arasında, açıklayıcı değişkendeki ölçme hatalarını etkin şekilde önemsemesi; modelin içerdiği değişkenlerin doğrudan ve dolaylı etkilerinin her ikisinin ele alınmasıyla birlikte çok değişkenli karmaşık modellerin test edilmesi (Çelik ve Yılmaz, 2013: 7); ve aynı model içinde hem gözlenebilen hem de gözlenemeyen değişkenler üzerinden test yapması (Meydan ve Şeşen, 2011: 6) sayılabilir.

Bu çalışmada Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına yatırım yapma niyeti üzerinde, farklı marka değişkenlerin rolü yapısal eşitlik modellemesi ile test edilmektedir. Oluşturulan hipotezlerin testinin yanı sıra, araştırma modelinin farklı demografik gruplar arası karşılaştırmaları yapılmıştır. Araştırmanın istatistiksel analiz yöntemi olarak YEM'in seçilmesinin temel nedeni, yatırım yapma niyeti üzerinde, konu edilen değişkenlerin bütünsel olarak değerlendirilmesi, bu değerlendirme yapılırken ölçüm hatalarının da analize dahil edilerek istatistiksel yönü güçlü bir model ortaya konması ve nihayetinde araştırma problemini tanımlamaya ve açıklamaya yönelik en doğru modelin sunulmasıdır.

4.8.6. Algılanan Riskin Aracı Etkisinin (Mediator) Yapısal Eşitlik Modellemesi ile Test Edilmesi

Aracı etki (mediation) temel olarak, belli bir değişkenin, biri bağımlı ve diğeri bağımsız olmak üzere iki değişken arasındaki ilişkiden sorumlu olduğu; bu ilişkinin neden ve nasıl gerçekleştiğini açıkladığı durumlar için kullanılmaktadır (Baron ve Kenny, 1986: 1176). Değişkenler arasındaki bir aracı etki ilişkisi şu şekilde gösterilebilir;

Şekil 13: Aracı Etkinin Diyagramla Gösterimi



Yazında sıklıkla başvuru alan ve temel kaynak niteliği sergileyen Baron ve Kenny (1986: 1176-1177)'nin çalışmasına göre, aracı etkinin oluşabilmesi için 3 temel şart aranmaktadır;

1. Bağımsız değişkendeki değişimin, aracı değişkendeki değişimden istatistiksel olarak anlamlı şekilde sorumlu olması (a yolu),
2. Aracı değişkendeki değişimin, bağımlı değişkendeki değişimden istatistiksel olarak anlamlı şekilde sorumlu olması (b yolu),
3. a ve b yolları kontrol edildiğinde [aracı değişken dahil edildiğinde], önceden istatistiksel olarak anlamlı olan bağımsız ve bağımlı değişken arasındaki ilişkinin (c yolu) anlamsız ya da daha az anlamlı hale gelmesi.

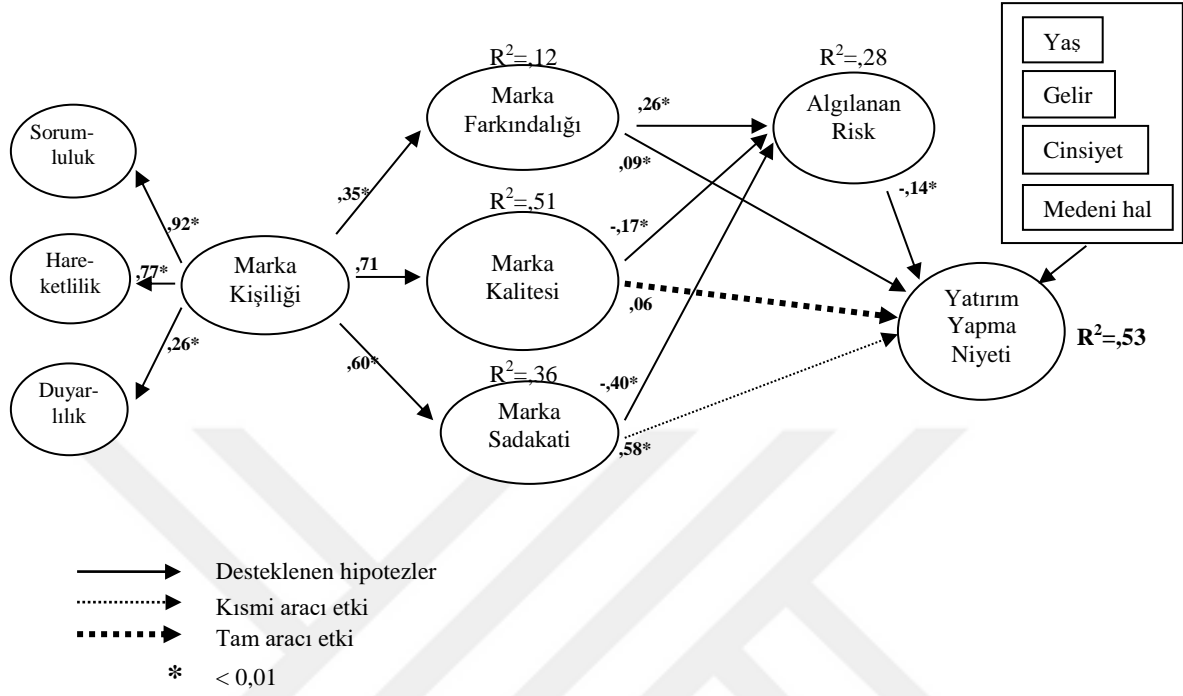
c yolunun istatistiksel olarak anlamsız hale gelmesi 'tam aracı etki'yi (full mediation); ilişkinin anlamlılığının azalması ise 'kısmi aracı etki'yi (partial mediation) ifade etmektedir. Ancak sosyal bilimler alanında meydana gelen bir olgunun çoğunlukla birden çok nedeninin olmasından dolayı daha gerçekçi olan yaklaşım, c ilişkisinin anlamlılığını tamamen ortadan kaldıran değil, bu ilişkiyi azaltan aracı değişkenler aramaktır.

Genel olarak bireylerdeki marka farkındalığı, güven, performans ve sadakat algısındaki artışın, onların yatırım yapma niyetleri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olması kaçınılmazdır. Yani farklı boyutları ile daha değerli algılanan markaların satın alınma olasılığı da yüksektir. Ancak bu çalışma kapsamında, iki değişken arasındaki bu ilişkinin diğer birçok ürün ve hizmet satın alımında olduğu gibi doğrudan olmadığı, algılanan risk değişkeni aracılığı ile gerçekleştiği düşünülmektedir. Bunun nedeni, finansal yatırım kararlarının doğası gereği yüksek risk faktörü içermesi dolayısıyla, piyasaya yönelik marka algısı ne kadar güçlü olursa olsun yatırım kararının verilmesinde riskin önemli bir etkileyici faktör olmasıdır. Ayrıca önceki bölümde sunulan değişken ortalamalarına bakıldığında, algılanan riskin en yüksek ortalamaya sahip ölçek olması, katılımcıların yatırım kararlarındaki önemine işaret etmektedir. Bir başka deyişle katılımcıların algıladıkları riskin, onların piyasaya yönelik marka algıları ile yatırım yapma niyetleri arasındaki ilişkide 'nasıl' sorusunun cevabının önemli bölümünü verdiği düşünülmektedir.

İlişkinin istatistiksel boyutunun tespitinde Yapısal Eşitlik Modellemesi, diğer değişkenlerin varlığında ve bütünsel olarak oldukça güçlü bir altyapı ortaya koymaktadır. Ortaya çıkan etkinin anlamlılığının tespitinde ise 2 yöntem kullanılmaktadır; Bootstrapping (Türkçeye ‘Önyükleme’ olarak çevrilmektedir) ve Sobel Testi. Bootstrapping, araştırma modelinin uygunluğunun tespiti amacıyla, çok sayıda alt-örneklem oluşturup, her bir alt-örneklem göre farklı model tahminlemeleri yapmak suretiyle gerçekleştirilir. Tüm alt-örneklemelerden yaratılan tahmin değerleri birleştirilir ve bu sadece ‘en iyi’ tahmin değerlerini (tüm alt-örneklem modelleri için çıkarılan tahmin değerlerinin ortalaması) değil, aynı zamanda bunların tahmin edilen değişkenliğini, yani 0’dan farklılaşma olasılıklarını da verir. Bootstrapping metodu, istatistiksel anlamlılığı test etmek için araştırma evrenine dair yapılan varsayımlara değil, sadece eldeki örnekleme dair değerlere dayanır (Hair ve diğerleri, 2009:3). Sobel Testi ise, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki dolaylı etkisinin anlamlılığının belirlenmesi için [değişkenler arasında etki olabilir, ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının belirlenmesi gerekir] sıklıkla kullanılan bir testtir (Baron ve Kenny, 1986:1177; Preacher ve Hayes, 2004:718). Test, büyük örneklerde daha güçlü sonuçlar üretmektedir. Bu çalışmada her iki yöneme dair sonuçlar tablolandırılmıştır.

Bireylerin, Türkiye Pay Piyasasına yönelik yatırım yapma niyetleri üzerindeki marka değişkenlerinin etkisi ve bu ilişkide algılanan riskin aracı rolü bir bütün olarak test edilmiştir. Araştırma yol diyagramı (path diagram) Şekil 14’de gösterilmektedir. Marka kişiliği, dışsal değişken (exogenous); marka değeri belirleyicileri, algılanan risk ve yatırım yapma niyeti, içsel değişkenler (endogenous) olarak yapılandırılmıştır.

**Şekil 14: Araştırma Değişkenleri Arası İlişkileri Gösteren Yol Diyagramı
(Standardize Edilmiş Regresyon Ağırlıkları ile)**



Bir sonraki bölümde öncelikle sunulan yapısal model için istatistikî değerler ve aracı etki açıklanmış, ardından değişkenler arası ilişkiler tartışılmıştır.

4.8.6.1. Yapısal Modele Yönelik Uyum İstatistikleri

Araştırmanın yapısal modeline yönelik uyum istatistikleri Tablo 31’de sunulmuştur.

Tablo 31: Yapısal Model Uyum İstatistikleri

Uyum İndeksleri	Varsayılan Model (Default Model)
Ki-Kare (CMIN)	1986,194
Serbestlik Derecesi (DF)	355
Anlamlılık (Sig.)	0,00
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (X2/df)	5,27
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,917
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,917
Görelî Uyum İndeksi (Relative Fit Index, RFI)	0,905
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,932
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,932
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,05

Çalışma örnekleminin büyük olduğu durumlarda ki-kare istatistiğinin anlamlı çıkması beklenen bir durumdur. Örneklemin 1578 olduğu bu çalışma özelinde de aynı durumla karşılaşılmıştır. Böyle durumlarda başvurulan χ^2/sd istatistiğinin 5,27 değerinde olması model uyumunun kabul edilebilir sınırlar dahilinde olduğunu göstermektedir. GFI, NFI, RFI, IFI, NNFI ve CFI uyum indekslerinin tümü 0,90 değerinin üstünde bulunmuştur. Ayrıca yaklaşık hataların ortalama karekökü (RMSEA) değerinin 0,05 değerinde olması da iyi uyuma işaret etmektedir. Uyum istatistik değerlerinden hareketle, araştırma yapısal modelinin varsayılan model ile iyi uyum sergilediği sonucuna varılmıştır.

Yapısal eşitlik analizi esnasında, örnekleme ait yaş, cinsiyet, gelir ve medeni hal demografik değişkenleri kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmiştir. Bunun nedeni, teoriden hareketle söz konusu değişkenlerin bireylerin risk algılarını etkilediği (Bkz: Bölüm 1.6), dolayısıyla yatırım yapma niyeti bağımlı değişkeni üzerinde etkilerinin olabileceği gerçeğidir. Katılımcıların demografik durumlarının eşitlenerek bu olasılık ortadan kaldırılmasının, daha rafine bir sonuç ortaya koyduğu düşünülmektedir.

Yapısal modelin uyum iyiliğini geliştirmek amacıyla bazı modifikasyon indekslerine başvurulmuştur. Bunlar marka kalitesi 1-3-4-6 maddeleri hata terimleri arasında kurulan kovaryans ilişkisidir. Aynı ölçek kapsamında bulunan bu maddelerin birbirine yakın anlamlara gelmesinden dolayı cevaplayıcılar tarafından ilişkili algılandıkları ve dolayısıyla kovaryans ilişkisi kurulmasının analizini olumsuz etkilemeyeceği düşünülmektedir.

4.8.6.2. Değişkenler Arası İstatistikler

Standardize edilmiş regresyon değerleri Şekil 13'deki yol diyagramı üzerinde verilmiş olup standardize edilmemiş regresyon, tahmin, standart hata, kritik oran ve istatistiksel anlamlılık değerleri Tablo 32'de sunulmuştur.

Tablo 32: Yapısal Modele İlişkin Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Tahmin	Standart Hata	Kritik Oran	Anlamlılık
Marka Kalitesi	Marka Kişiliği	0,594	0,027	21,624	***
Marka Farkındalığı	Marka Kişiliği	0,346	0,03	11,365	***
Marka Sadakati	Marka Kişiliği	0,602	0,032	18,591	***
Algılanan Risk	Marka Kalitesi	-0,171	0,043	-3,955	***
Algılanan Risk	Marka Farkındalığı	0,219	0,027	8,202	***
Algılanan Risk	Marka Sadakati	-0,336	0,038	-8,766	***
Sorumluluk	Marka Kişiliği	1			
Hareketlilik	Marka Kişiliği	0,941	0,04	23,794	***
Duygusallık	Marka Kişiliği	0,287	0,034	8,451	***
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Kalitesi	0,08	0,044	1,823	0,068
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Farkındalığı	0,091	0,026	3,472	***
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Sadakati	0,615	0,044	13,926	***
Yatırım Yapma Niyeti	Algılanan Risk	-0,177	0,037	-4,769	***
* < 0,01					

Yapısal eşitlik analizi sonucunda, marka kalitesi ve marka sadakati ile algılanan risk; ayrıca algılanan risk ile yatırım yapma niyeti değişkenleri arasında ilişkiler negatif yönlü, diğer ilişkiler pozitif yönlüdür. Bireylerin algıladıkları riskin, piyasaya yönelik marka algılarını ve yatırım yapma niyetlerini olumsuz etkilemesi öngörüldüğünden negatif yönlü ilişkiler beklenen bir durumdur.

Yapısal modelde değişkenler arası ilişkilere bakıldığında, marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı (tahmin=0,08 ve p.=0,068) görülmektedir. Bu algılanan riskin aracı etkisi dolayısıyladır ve bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak tartışılmıştır. Test edilen diğer tüm değişkenler arası ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş ve ilgili hipotezler desteklenmiştir.

4.8.6.3. Yapısal Modeldeki Değişkenler Arası İlişkiler

Marka kişiliği ve boyutları arasındaki ilişki incelendiğinde; Türkiye Pay Piyasası'na yönelik marka kişiliği algısının 0,92 regresyon katsayısı ile ve en güçlü olarak

Sorumluluk boyutunu (Ayakları yere basan/Gerçekçi, İstikrarlı ve Sorumluluk sahibi sıfatları ile ölçülmüştür) etkilediği dikkat çekmektedir. Diğer bir deyişle, sorumluluk boyutu ile marka kişiliği arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Sorumluluk boyutunu, 0,77 regresyon katsayısı ile Hareketlilik (Dinamik ve Aktif/Etkin sıfatları ile ölçülmüştür) boyutu takip etmektedir. Marka kişiliği ile hareketlilik boyutu arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Duyarlılık boyutu ve marka kişiliği arasında ise 0,26 tahmin değeri ile pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Duyarlılık boyutu marka kişiliği algısının en az etkilediği boyuttur.

Saldırganlık ve Sadelik boyutları, doğrulayıcı faktör analizi esnasında elendiği için yapısal analize dahil edilmemiştir. Dolayısıyla Türkiye Pay Piyasasına yönelik algılanan marka kişiliğini boyutları arasında değildirler.

Marka kişiliği ile marka farkındalığı ilişkisine bakıldığında, marka kişiliğinin marka farkındalığını pozitif ve anlamlı şekilde etkilediği görülmektedir (0,35; $p < 0,01$) (H_1 desteklendi). Yani Türkiye Pay Piyasasına yönelik sorumluluk, hareketlilik ve duyarlılık marka kişiliği boyutları arttıkça (azaldıkça), piyasaya yönelik marka farkındalığı da artmaktadır (azalmaktadır). Ayrıca değişkenler arası ilişkilerin yönü ve anlamlılığına ek olarak, bir değişkendeki, diğer değişkenler tarafından açıklanan toplam varyans oranı da (R^2), bağımsız değişken(ler)in gücüne yönelik önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır (Hair ve diğerleri, 2009:109). Buna göre, marka farkındalığındaki varyansın, marka kişiliği tarafından açıklanan yüzdesi (R^2) %12 bulunmuştur. Bu oran yapısal modeldeki en düşük R^2 oranıdır.

Marka kişiliği ile marka kalitesi ilişkisi, 0,71 tahmin değeri ($p < 0,01$) ile marka değişkenleri arasındaki en güçlü ilişkiyi ortaya koymaktadır. Buna göre marka kişiliği değişkeni, marka kalitesi değişkenini pozitif yönlü ve anlamlı şekilde etkilemektedir (H_3 ve H_4 desteklendi). Değişkenindeki açıklanan toplam varyans ise %51 gibi oldukça yüksek bir orandır.

Marka kişiliği ile marka sadakati arasındaki pozitif yönlü ve anlamlı ilişki 0,60 tahmin değeri ile marka kalitesi değişkeninden sonraki en güçlü ilişkidir (H₅ desteklendi).

Özetle, Türkiye Pay Piyasası'na yönelik özellikle sorumluluk ve daha sonra hareketlilik ve duyarlılık algısı arttıkça (azaldıkça), Piyasa'ya yönelik sırası ile marka kalitesi, marka sadakati ve marka farkındalığı algıları da artmaktadır (azalmaktadır). Marka kişiliği değişkeninin özellikle marka kalitesi üzerindeki etkisi dikkat çekicidir. Marka çağrışımı ölçeği, elendiği için analize dahil edilmemiştir (H₂ desteklenmedi). Diğer hipotezler ve değişkenler arası ilişkiler algılanan riskin aracı etkisi kapsamında bir sonraki bölümde tartışılmıştır.

4.8.6.4. Algılanan Riskin Aracı Etkisi

Bireylerin Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka algıları ile yatırım yapma niyetleri arasındaki algılanan riskin aracı etkisi, AMOS programı üzerinde uygulanan Bootstrapping metodu ile test edilmiştir. Öncelikle Baron ve Kenny tarafından ortaya konulan şartların uygunluğu tablolaştırılmış, ardından tespit edilen aracı etkilerin istatistiksel önemi sunulmuştur.

Tablo 33: Aracı Etki (Baron ve Kenny metodu)

		Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Standardize Regresyon	Anlamlılık
Algılanan Risk dahil edilmeden	c₁ yolu	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	,047	***
	c₂ yolu	Marka Kalitesi	Yatırım Yapma Niyeti	,085	***
	c₃ yolu	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	,641	***
Algılanan Risk dahil edildiğinde**	a₁ yolu	Marka Farkındalığı	Algılanan Risk	,256	***
	b₁ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-,143	***
	c₁ yolu	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	,086	***
	a₂ yolu	Marka Kalitesi	Algılanan Risk	-,167	***
	b₂ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-,143	***
	c₂ yolu	Marka Kalitesi	Yatırım Yapma Niyeti	,063	0,068
	a₃ yolu	Marka Sadakati	Algılanan Risk	-,395	***
	b₃ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-,143	***
	c₃ yolu	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	,584	***
*** < ,01					
** Model Uyum İstatistikleri: x ² /sd=5,7; GFI=,931; NFI=,938; RFI=,927; IFI=,948; TLI=,939; CFI=,948; RMSEA=,05					

Özet olarak, Baron ve Kenny yaklaşımına göre aracı değişken analize dahil edilmeden önce a, b ve c yollarının (Bkz: Şekil 13) istatistiksel anlamlı bulunması; aracı değişken dahil edildikten sonra ise, a ve b yollarının anlamlılığını korurken, c yolunun anlamlılığını kaybetmesi ya da anlamlılığının azalması gerekmektedir. İlk durum tam aracı etkiye, ikinci durum ise kısmi aracı etkiye işaret etmektedir.

Tablo 33’de görüldüğü gibi, varsayılan aracı değişken (algılanan risk) analize dahil edilmeden önce marka farkındalığı ile algılanan risk arasında pozitif yönlü ve anlamlı (0,26; $p < 0,01$) bir ilişki mevcuttur. Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka farkındalığı arttıkça (azaldıkça) algılanan riskin de arttığı (azaldığı) görülmektedir (H_{6a} desteklenmedi). (Marka farkındalığı ile algılanan risk arasında negatif yönde kurulan hipotez desteklenmemiştir. Ancak pozitif yönde anlamlı olduğundan Baron ve Kenny önşartını sağlamaktadır ve bu sebeple ilişkide aracı etki test edilmiştir.) Marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkiye bakıldığında ise 0,47 değerinde olumlu ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Yani, marka farkındalığındaki artış (azalış) yatırım yapma niyetinde de artış (azalış) meydana getirmektedir (H_{6b} desteklendi).

Varsayılan aracı değişken analize dahil edildiğinde ise, marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasındaki standardize regresyon değeri 0,047’den 0,086 düzeyine yükselmiştir ve ilişki istatistiksel anlamlılığını korumuştur. Baron ve Kenny’nin ortaya koyduğu şartın (aracı değişken dahil edildiğinde c yolunun istatistiksel anlamlılığının azalması ya da yok olması) gerçekleşmediği görülmektedir. Dolayısıyla marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasında algılanan riskin aracı etkisi tespit edilmemiştir (H_6 desteklenmedi). Diğer taraftan, bootstrapping sonucu, indirekt ilişki anlamlı bulunmuştur ($p=0,01$). Bu da değişkenler arası aracı etkiye işaret etmektedir. Ancak bu çalışmada bütünsel olarak başvuru yaklaşım Baron ve Kenny yaklaşımı olduğundan, değişkenler arası aracı etkin direkt (aracısız) olduğu yorumunun yapılması uygun görülmüştür.

Aracı etki dahil edilmeden bireylerin piyasaya yönelik algıladığı marka kalitesi, onların risk algısını negatif yönlü ve anlamlı (-0,17; $p < 0,01$) şekilde etkilemektedir. Diğer bir değişle, Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka kalitesi algısı arttıkça (azaldıkça) örneklemin piyasaya karşı algıladığı risk düşmektedir (artmaktadır) (H_{8a} ve H_{9a} desteklendi). Ayrıca marka kalitesinin yatırım yapma niyetini olumlu ve anlamlı yönde

(0,08; $p.<0,01$) etkilediği görülmektedir. Buna göre, bireylerin piyasaya yönelik marka giveni-performansı alguları arttıkça (azaldıkça), piyasaya yatırım yapma niyetleri de artmaktadır (azalmaktadır) (H_{8b} ve H_{9b} desteklendi).

Marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasında, aracı değişken dahil edilmeden önce anlamlı olan ilişki, algılanan risk dahil edildikten sonra 0,063 tahmin değerine gerilemiş ve ilişki istatistiksel anlamlılığını kaybetmiştir ($p.= 0,068$). Buna göre algılanan risk, marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasında *tam aracı* etkiye sahip görünmektedir (H_8 , H_9 desteklendi).

Son olarak aracı değişken dahil edilmeden, marka sadakatinin algılanan risk değişkenini negatif yönlü ve anlamlı (-0,40; $p.<0,01$) şekilde etkilediği tespit edilmiştir. Yani, Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka sadakati algısı arttıkça (azaldıkça) örneklemin piyasaya karşı algıladığı risk düşmektedir (artmaktadır) (H_{10a} desteklendi). Ayrıca marka sadakatinin, piyasaya yatırım yapma niyetini olumlu ve anlamlı şekilde (0,64; $p.<0,01$) etkilediği görülmekte, buradan bireylerin marka sadakatindeki artışın (azalışın) onların yatırım yapma niyetlerinde de artışa (azalışa) neden olacağı sonucu çıkarılmaktadır (H_{10b} desteklendi).

Algılanan risk dahil edilmeden önce 0,641 ($p.<0,01$) olan marka sadakati ve yatırım yapma niyeti arasındaki regresyon ağırlığı, aracı değişken dahil edildikten sonra 0,584 değerine gerilemiştir. Ayrıca değişkenler arası ilişki istatistiksel anlamlılığını korumuştur ($p.<0,01$). Bu durum *kısmi aracı* etkiye işaret etmektedir (H_{10} desteklendi).

Algılanan risk ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki ise, tüm aracı etkilerde sağlanması gereken bir koşuldur. Yapılan yapısal eşitlik analizinde algılanan riskin yatırım yapma niyetini negatif yönü ve anlamlı (-0,14; $p.<0,01$) şekilde etkilediği görülmektedir. Buna göre, Türkiye örnekleminin risk algısındaki artışın (azalışın), piyasaya yatırım yapma niyetinde azalış (artış) meydana getirdiği görülmektedir (H_{6c} desteklendi).

Ayrıca algılanan risk değişkenindeki varyansın, marka değeri belirleyicileri tarafından açıklanma yüzdesi %28 olarak tespit edilmiştir.

Değişkenler arası tespit edilen bu tam ve kısmi etkilerin varlığından bahsedebilmek için Baron ve Kenny yaklaşımı doğrultusunda, sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için Bootstraping ve Sobel Testi sonuçları Tablo 34’de sunulmuştur.

Tablo 34: Aracı Etki Anlamlılığına Yönelik Bootstraping ve Sobel Test İstatistikleri

Test Edilen İlişki			Sobel Testi		Bootst.
Bağımsız Değişken	Aracı Değişken	Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	p.	p.
Marka Kalitesi	Algılanan Risk	Yatı. Yap. Niyeti	273.951.445	0.0061	0,001
Marka Sadakati	Algılanan Risk	Yatı. Yap. Niyeti	362.257.105	0.0002	0,001

Test edilen ilişkilere yönelik gerek Bootstraping yöntemi gerekse Sobel Testi sonuçları, ilişkinin istatistiksel olarak anlamlılığını ortaya koymaktadır. Sobel testi ilk durum için 0,0061, ikinci durum için 0,0002 düzeyinde anlamlı ilişkiye işaret ederken, bootstraping metodu her iki durum için de 0,001 anlamlılık düzeyi ortaya koymuştur. Buna göre, Türkiye Pay Piyasası’na yönelik algılanan risk değişkeninin, aynı piyasaya yönelik marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti değişkenleri arasında tam aracı etkiye; marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasında ise kısmi aracı etkiye sahip olduğu doğrulanmıştır. Bir başka ifadeyle, katılımcıların piyasaya karşı risk algılamaları durumunda, aynı bireylerin marka kalitesinin piyasaya yatırım yapma niyetleri üzerindeki olumlu etkisi tamamen kaybolmakta, marka sadakatinin yatırım yapma niyeti üzerindeki olumlu etkisi ise azalmaktadır.

Ayrıca yapısal modeldeki bağımlı değişkendeki (yatırım yapma niyeti) varyansın diğer değişkenler tarafından açıklanan oranı (R^2) %53 olarak bulunmuştur. Özellikle Sosyal Bilimlerde olaylar üzerinde kontrol edilemeyen birçok değişkenin ayrı ayrı ve birlikte etkileri düşünüldüğünde bu açıklanan varyans oranının oldukça yüksek olduğu düşünülmektedir. Buna göre, Türkiye Pay Piyasasına yönelik sorumluluk kişilik algısı arttıkça marka kalitesi, marka sadakati ve marka farkındalığı da artmakta, bu değişkenlerdeki artış yatırım yapma niyetinde de artışa neden olmaktadır. Ancak bu etki, algılanan risk faktörüne bağlı olarak farklılaşmakta, bireylerin risk algıları arttıkça bundan

en fazla etkilenen değişkenler marka kalitesi ve marka sadakati olmaktadır. Bu iki değişkenin (risk faktörü olmaksızın) yatırım yapma niyetine en çok etki eden değişkenler olduğu düşünöldüğünde, algılanan riskin pay piyasasının mevcut durumu ve geleceği üzerindeki önemi dikkat çekicidir.

Marka çağrışımı ölçęi daha önce elendiği için analize dahil edilmemiştir (H_7 , H_{7a} , H_{7b} desteklenmedi).

4.8.7. Aracı Etkiye Yönelik Demografik Gruplar Arası Karşılaştırmalar

Bireylerin demografik özelliklerinin onların yatırım davranışı üzerinde etkili olduğu Bölüm 1’de tartışılmıştı. Benzer şekilde bu araştırma özelinde de farklı demografik özelliklerdeki örneklemin, Türkiye Pay Piyasası’na yönelik yatırım yapma niyetinin farklılaşacağı düşüncesinden dolayı, yapısal model farklı demografik gruplar arasında karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmaya dahil edilen demografik özellikler, yatırım yapma durumu, cinsiyet, yaş, medeni durum ve aylık gelirdir. Bunlardan cinsiyet, yaş, medeni durum ve aylık gelir, yapısal modelde kontrol değişkenleri olarak analiz edilmişti. Bu kısımda ise, bu gruplar arası farklılıklara bakılmıştır. Buna göre, karşılaştırılacak gruplar nitelikleri itibariyle, iki grup halinde olanlar korunarak, olmayanlar ise yeniden kodlanarak yeniden oluşturulmuştur.

Türkiye Pay Piyasası’na yatırım davranışı özelinde, farklılıkları incelenecek gruplar şunlardır;

Yatırım yapma durumu → Yatırım yapanlar (569 kişi), Yatırım yapmayanlar (1009 kişi)
Cinsiyet → Kadın (485), Erkek (1093)
Yaş → 40 yaş ve altı (1075), 40 yaş üstü (503)
Medeni hal → Evli (983), Bekar (595)
Aylık gelir → 4000 TL ve altı (751), 4000 TL üstü (827)

Her bir özelliğe göre yapısal modelin uyum istatistikleri Tablo 35’de, yolların istatistiksel anlamlılığı ise Tablo 36’da sunulmuştur.

Tablo 35: Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Yapısal Model Uyum İstatistikleri

Uyum İndeksleri	Yatırım Durumu	Cinsiyet	Yaş	Medeni Hal	Gelir
	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model
Ki-Kare (CMIN)	1963,023	1952,46	1940,308	1934,523	1946,62
Serbestlik Derecesi (DF)	552	552	552	552	552
Anlamlılık (Sig.)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (χ^2/df)	3,556	3,537	3,515	3,505	3,526
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,908	0,909	0,909	0,91	0,908
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,915	0,916	0,917	0,917	0,916
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,938	0,938	0,939	0,939	0,938
Tucker-Lewis İndeksi (TLI ya da NNFI)	0,926	0,927	0,928	0,928	0,927
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,938	0,938	0,939	0,939	0,938
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040

Tablo 36: Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Standardize Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Anlamlılık (p.)									
		Yatırım Durumu		Cinsiyet		Yaş		Medeni Hal		Gelir	
		Yatırım yapan	Yatırım yapmayan	Kadın	Erkek	≤40	>40	Evli	Bekar	≤4000TL	>4000TL
Sorumluluk	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Hareketlilik	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Duygusalılık	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Marka Kalitesi	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Marka Farkındalığı	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Marka Sadakati	Marka Kişiliği	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Marka Kalitesi	Algılanan Risk	***	0,052	0,545	***	0,041	***	***	0,047	0,003	0,004
Marka Farkındalığı	Algılanan Risk	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Marka Sadakati	Algılanan Risk	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	***	***	***	***	0,004	***	***	0,146	***	0,001
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Kalitesi	0,860	0,015	0,024	0,454	0,349	0,117	0,024	0,9	0,027	0,524
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Farkındalığı	0,065	0,177	0,965	***	0,016	0,021	***	0,557	0,046	0,007
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Sadakati	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

Tablo 35’te görüldüğü gibi, karşılaştırılan tüm demografik özelliklere ait yapısal model uyum istatistikleri, kabul edilebilir sınırlar içindedir. Dolayısıyla karşılaştırılan modellerin tümünün model uyumu onaylanmış ve bir sonraki aşama olan değişkenler arası yolların anlamlılığına geçilmiştir.

Tablo 36’daki yol analizleri incelendiğinde, tüm modellerde marka değişkenleri arası ilişkilerdeki benzerlikler dikkat çekicidir. Marka kişiliğini oluşturan Sorumluluk, Hareketlilik ve Duyarlılık boyutları istatistiksel olarak anlamlı değerlere sahiptir ($p < 0,01$). Marka kişiliği değişkeni, karşılaştırılan tüm modellerde marka değişkenleri üzerinde pozitif anlamlı etkiye sahip bulunmuştur. Yani Türkiye Pay Piyasası’na yönelik öncelikle Sorumluluk ve Hareketlilik kişilik algıları arttıkça, marka kalitesi ve marka sadakati algıları da artmaktadır.

Algılanan riskin aracı etkisi ise, her demografik değişkene ait gruplarda farklılaştığı için her durum aşağıda ayrı ayrı incelenmiştir. Tablolar üzerinde, karışıklığı önlemek adına sadece anlamlı ilişkiler koyu olarak işaretlenmiştir.

Öncelikle aracı etki, katılımcıların daha önceden yatırım yapıp yapmama durumuna göre farklılık göstermektedir. Sonuçlar Tablo 37’de sunulmuştur.

Tablo 37: Katılımcıların Yatırım Durumuna Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Yatırım Durumu	Yatırım yapan	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,06	<u>0,33</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,03	<u>0,38</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,65	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,01	0,86	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,08	0,07	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,57	***	0,002
	Yatırım yapmayan	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,11	0,01	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,01	<u>0,82</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,64	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,10	0,02	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,04	0,18	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,58	***	0,001

Katılımcıların Türkiye Pay Piyasası'na yatırım yapma niyetleri üzerindeki marka değişkenleri etkisinin, onların daha önceden yatırım davranışında bulunup bulunmamalarına göre değişeceği varsayılmaktadır. Buna göre, algılanan riskin aracı etkisi Yatırım Yapanlar ve Yatırım Yapmayanlar olarak iki gruba ayrılan katılımcılar özelinde tekrar test edilmiştir.

Tablo 37'de görüldüğü gibi, gerek daha önceden yatırım yapan grupta gerekse herhangi bir yatırım davranışında bulunmamış olan grupta marka sadakatinin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisi, algılanan risk üzerinden gerçekleşmektedir. Bir başka ifadeyle, tüm katılımcılar için (yatırım yapan ve yapmayan) risk algısı onların yatırım davranışları üzerinde kısmi aracı etkiye sahiptir ($p < 0,01$). Katılımcıların önceden yaşanan ya da yaşanmayan kayıp-kazanç durumlarından bağımsız olarak risk algılamaları durumunda piyasaya yönelik marka sadakatleri azalmaktadır.

Diğer değişkenler arası ilişkilerde algılanan riskin aracı etkisine yönelik Baron ve Kenny yaklaşımının şartları oluşmadığı için, etkinin varlığından bahsedilemez.

Tablo 38: Katılımcıların Cinsiyetine Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Cinsiyet	Kadın	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,15	0,02	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	-0,04	<u>0,35</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,56	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,14	0,02	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,00	0,97	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,50	***	0,002
	Erkek	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,06	<u>0,17</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,09	0,00	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,67	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,03	0,45	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,12	***	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,62	***	0,002

Tablo 38’de algılanan riskin aracı etkisinin cinsiyet faktörüne göre değişimi gösterilmiştir. Buna göre, hem erkek hem de kadın katılımcıların risk algıları, marka sadakati ile yatırım yapma niyetleri arasında kısmi aracı etkiye sahiptir ($p.<0,01$). Yani katılımcıların Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka sadakatının yatırım yapma davranışını etkilemesi kısmi olarak risk algılarına bağlı gerçekleşmektedir. Risk algısı, diğer değişkenlerle yatırım yapma niyeti arasında ise, iki grup açısından da etkili değildir.

Tablo 39: Katılımcıların Yaşına Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Yaş	≤ 40 yaş	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,05	<u>0,22</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,04	<u>0,14</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,68	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,04	0,35	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,07	0,02	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,64	***	0,014
	> 40 yaş	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,15	0,02	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,06	<u>0,15</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,58	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,10	0,12	0,003
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,10	0,02	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,50	***	0,001

Tablo 39’a bakıldığında, gerek 40 yaş ve altı gerekse 40 yaş üstü katılımcılar için marka sadakati ve Türkiye Pay Piyasasına yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide, grupların algıladıkları riskin kısmi aracı etkiye sahip olduğu görülmektedir ($p.=0,014$ ve $0,001$). Ayrıca 40 yaş üzeri grup için, marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti ilişkisinde risk değişkeni, *tam aracı* etkiye sahiptir ($p=0,12$ ve $p_{bootstrapping}=0,003$). Bir başka ifadeyle, 40 yaş üstü grup için marka kalitesinin yatırım yapma niyeti üzerindeki belirleyici etkisi, algılanan risk değişkeni üzerinden gerçekleşmektedir. Buna göre algılanan riskin etkisinin, yaşla birlikte arttığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Tablo 40: Katılımcıların Medeni Durumuna göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Medeni Hal	Evli	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,14	0,00	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,08	0,01	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,59	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,11	0,02	0,004
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,12	***	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,52	***	0,001
	Bekar	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,01	<u>0,77</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,00	<u>0,94</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,71	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,01	0,90	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,02	0,56	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,69	***	

Algılanan riskin aracı etkisi evli ve bekar katılımcılar arasında test edildiğinde, evli katılımcılar için gerek marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti, gerekse marka sadakati ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin kısmi aracı etkisi bulunmaktadır (bootstrapping=0,004 ve 0,001). Bekar katılımcılar için riskin herhangi bir aracı etkisine rastlanmamıştır. Evli olma durumunun, bireylerin risk algılarını ve dolayısıyla yatırım yapma davranışlarını etkilediği yorumu yapılabilir.

Tablo 41: Katılımcıların Aylık Gelirine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Aylık Gelir	≤4000TL	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,13	0,01	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,03	<u>0,37</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,65	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,11	0,03	0,021
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,07	0,05	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,60	***	0,004
	>4000TL	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,05	<u>0,31</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,06	<u>0,07</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,64	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,03	0,52	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,10	0,01	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,58	***	0,002

Son olarak algılanan riskin aracı etkisinin, aylık gelir faktörüne göre farklılık gösterip göstermediğine bakılmıştır. Aylık gelir dağılımına bakıldığında (Tablo 11) en yüksek frekansa sahip gelir grubunun 3000 TL ve 4000 TL bandında olduğu görülmüştür. Ortalama olarak iyi bir karşılaştırma sunacağı fikriyle katılımcılar 4000 TL ve altı – 4000 TL üstü olmak üzere 2 ayrı kategoride incelenmiştir. Buna göre, 4000 TL ve altı aylık gelire sahip grubun risk algılarının yatırım yapma niyetleri üzerinde daha etkili olduğunu söylemek mümkündür. Diğer bir ifadeyle, bu grup için algılanan risk, gerek marka kalitesi ile gerekse marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide kısmi aracı etkiye sahiptir (p.=0,021 ve 0,004). 4000 TL üstü aylık gelire sahip grupta ise, marka kalitesi algılanan riskten etkilenmezken, marka sadakati algısı kısmi olarak algılanan risk üzerinden yatırım davranışını etkilemektedir.

Sonuç olarak, incelenen demografik değişkenler özelinde marka değişkenleri ile yatırım yapma niyeti arasındaki pozitif yönlü ilişkide bireylerin algıladıkları riskin aracı etkisi, önceden yatırım yapıp yapmama durumuna ve cinsiyet faktörüne göre önemli değişiklik göstermezken; bu etkinin yaşla birlikte, evli olma durumunda ve daha düşük aylık gelire sahip bireylerde arttığı tespit edilmiştir. Böylelikle anlamlılık durumları ve düzeyleri farklılaşmakla birlikte, algılanan riskin aracı etkisinin, incelenen tüm demografik alt gruplarda farklılaştığı sonucuna varılmıştır (H₁₁, H₁₃, H₁₄, H₁₅ desteklendi. H₁₂ desteklenmedi).

4.8.8. Hipotez Testlerinin Özet Sonuçları

Yapısal eşitlik modellemesi ile test edilen araştırma hipotezlerinin özet tablosu aşağıda sunulmuştur.

Tablo 42: Hipotez Testi Sonuçları Özet Tablosu

Hipotez	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Anlamlılık	Hipotez Testi Sonucu
H ₁	Marka Kişiliği	Marka Farkındalığı	***	Desteklendi
H ₂	Marka Kişiliği	Marka Çağrışımı	-	Desteklenmedi
H ₃	Marka Kişiliği	Marka Performansı	***	Desteklendi
H ₄	Marka Kişiliği	Marka Güveni	***	Desteklendi
H ₅	Marka Kişiliği	Marka Sadakati	***	Desteklendi
H ₆	<u>M. Farkındalığı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		-	Desteklenmedi
H _{6a}	Marka Farkındalığı	Algılanan Risk	(+) ***	Desteklenmedi
H _{6b}	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H _{6c}	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₇	<u>M. Çağrışımı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		-	Desteklenmedi
H _{7a}	Marka Çağrışımı	Algılanan Risk	-	Desteklenmedi
H _{7b}	Marka Çağrışımı	Yatırım Yapma Niyeti		Desteklenmedi
H ₈	<u>M. Performansı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		0,001	Desteklendi
H _{8a}	Marka Performansı	Algılanan Risk	***	Desteklendi
H _{8b}	Marka Performansı	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₉	<u>M. Güveni ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		0,001	Desteklendi
H _{9a}	Marka Güveni	Algılanan Risk	***	Desteklendi
H _{9b}	Marka Güveni	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₁₀	<u>M. Sadakati ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		0,001	Desteklendi
H _{10a}	Marka Sadakati	Algılanan Risk	***	Desteklendi
H _{10b}	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₁₁	Marka Farkındalığı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₂	Marka Çağrışımı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklenmedi
H ₁₃	Marka Performansı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₄	Marka Güveni ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₅	Marka Sadakati ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
*** < 0,01				

4.8.9. Araştırmanın Türkiye Uygulamasına Yönelik Tartışma

Araştırmanın Türkiye uygulamasında, Türkiye Pay Piyasası'na yönelik yatırım yapma niyeti üzerinde marka değişkenlerinin rolü incelenmiştir. Değişkenler arasındaki nedensel ilişkiye dair, pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısının, marka farkındalığı, marka çağrışımı, marka güveni, marka performansı ve marka sadakati yoluyla yatırım yapma niyetini etkilediği düşünülmektedir. Diğer bir ifadeyle, katılımcıların pay piyasasına yatırım yapma niyetinin belirleyicileri arasında onların piyasaya yönelik algıladıkları marka değişkenleri etkili olmaktadır.

Uygulanan analizler sonucunda araştırma örnekleminin yaklaşık %63'ünün bugüne kadar pay piyasasında herhangi bir şekilde yatırım yapmamış, gelecek dönemde de yapmayı düşünmeyen katılımcılardan oluştuğu saptanmıştır. Yani örneklemin önemli bir çoğunluğu pay piyasasında olumlu/olumsuz bir deneyimleri bulunmamasına rağmen yatırıma sıcak bakmamakta, gelecekte de piyasada yatırım yapmayı düşünmemektedir. Bu durum, Türkiye Pay Piyasası'nın bireysel yatırımcılar nezdinde sahip olduğu olumsuz imaj ve hatta önyargı gerçeğine dikkat çekmektedir. Ayrıca araştırma örnekleminin, oldukça yüksek eğitim seviyesi ve nispeten yüksek sosyo-ekonomik şartlara sahip bir toplum katmanını temsil ettiği göz önünde bulundurulduğunda, problemin önemi daha da açıklık kazanmaktadır. Bir başka ifadeyle, belli seviyede finansal bilgi ve olanak gerektiren pay piyasasına yatırım davranışına, diğer bazı toplum katmanlarının aksine bu şartlara daha yakın olduğu düşünülen avantajlı bir grup tarafından bile olumlu bakılmamaktadır.

Diğer yandan yatırımcıların öncelikli yatırım tercihleri, Türkiye Pay Piyasası'na yönelik bu olumsuz bakış açısını doğrular niteliktedir. Pay senedi yatırımı, katılımcıların yatırım tercihleri arasında en sonda gelmekte, sadece %8'lik bir grup için öncelikli yatırım tercihini oluşturmaktadır. Yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı ise en az finansal bilgi ve risk içeren banka mevduatıdır. Benzer şekilde, örneklemin yarısının yatırım yaparken göz önünde bulundukları öncelikli yatırım kriteri, güven faktörü olarak belirlenmiştir. Güven faktörünü risk algısı takip etmekte (%30), üçüncü sırada ise getiri faktörü (%14) gelmektedir. Finans yazınına bakıldığında ise, finansal yatırım kararlarını belirleyen 2 önemli faktör olarak getiri ve risk üzerinde önemle durulduğu görülmektedir (Afşar ve Afşar, 2010: 110-113). Ancak bu araştırma görüldüğü gibi,

ilişkisel pazarlamada üzerinde sıklıkla durulan güven faktörü finansal beklentilerin önüne geçmiş, davranışsal finans görüşüyle paralel şekilde (Muradoğlu ve Harvey, 2012: 68-80), bireylerin yatırım kararlarının sadece finansal getiri beklentisi çerçevesinde gelişmeyip daha karmaşık bir süreci içerdiği tespit edilmiştir. Ayrıca yatırım kriterlerinde güven faktörünün öncelikli olması ve yatırım tercihlerinde pay piyasasının en son gelmesi, pay piyasasına duyulan güvensizliğin de bir göstergesi olarak ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak, çalışma örnekleminin yatırım davranışını en çok etkileyen üç unsurun güven, risk ve getiri olduğunu söylemek mümkündür.

Çalışmaya konu olan marka değişkenlerine yönelik öncelikle güvenilirlik ve geçerlilik analizleri gerçekleştirilmiştir. Öncelikle uygulanan açıklayıcı faktör analizi sonucunda belirlenen ölçekler ve maddeleri, ardından doğrulayıcı faktör analizine tabi tutulmuştur. Analizler sonucu içsel tutarlılıkları, bütünsel güvenilirleri, yakınsama ve ayrılma geçerlilikleri kanıtlanan değişkenlere yapısal eşitlik analizi uygulanmıştır.

Türkiye Pay Piyasasına yönelik marka kişiliği algısını tanımlayan boyutun, en büyük tahmin değeri ve en yüksek açıklama yüzdesi ile sorumluluk boyutu olduğu, bunu hareketlilik boyutunun takip ettiği görülmektedir. Piyasanın marka kişiliğini en güçlü belirleyen sıfatlar sorumluluk sahibi, istikrarlı ve ayakları yere basan sıfatları olmuştur. Sorumluluk, istikrar, tutarlılık gibi güven unsuru ile bağlantılandırılan özelliklerin özellikle finansal hizmet markalarının tüketicileri ile ilişkilerinde önemli ayırıcı bir unsur olduğu düşünülmektedir (de Chernatony ve Cottom, 2006: 624). Buna göre, katılımcıların pay piyasasına yönelik olumlu bir kişilik algısı olduğundan bahsetmek mümkündür. Ayrıca marka kişiliğinin yatırım yapma niyeti üzerindeki önemli etkisi (Toldos-Romero ve Orozco-Gomez, 2015: 462-476) dikkate alındığında, bunun piyasanın pazarlanabilirliği açısından da oldukça önemli olduğu düşünülmektedir.

Piyasaya yönelik marka değeri belirleyici ise marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakati olarak belirlenmiştir. Yapısal eşitlik analizi sonuçları, Türkiye Pay Piyasası'na yönelik en önemli marka değeri boyutunun marka kalitesi olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, pay piyasasına duyulan yüksek güven ve performans algısı, katılımcıların piyasaya yönelik marka değeri algılarını birincil derecede etkileyen faktördür. Marka kalitesini marka sadakati takip etmekte, üçüncü sırada ise marka

farkındalığı gelmektedir. Buna göre, Türkiye Pay Piyasasının marka değerini belirleyen 3 önemli marka değişkeninin, marka kalitesi, marka sadakati ve marka farkındalığı olduğunu söylemek mümkündür.

Olumlu marka kişiliği algısının pozitif olarak en çok etkilediği marka değeri boyutu marka kalitesidir (Coleman ve diğerleri, 2015; Sung ve Kim, 2010). Değişkendeki toplam varyansın, marka kişiliği boyutları ile açıklanan yüzdesi %51 gibi oldukça yüksek bir orandır. Olumlu marka kişiliği algısı ikincil olarak marka sadakati algısını, en son sırada ise marka farkındalığını etkilemektedir. Buna göre, Türkiye Pay Piyasasına yönelik sorumluluk kişilik özelliği algısı arttıkça en çok katılımcıların piyasaya karşı duydukları marka kalitesi algısı artmakta, bunu marka sadakati ve marka farkındalığı algısı takip etmektedir.

Finansal yatırım kararlarının yapısı gereği ve aynı zamanda araştırma örnekleminin yatırım kriterlerine de bakıldığında, risk faktörünün yatırım davranışında önemli bir belirleyici olduğu görülmektedir (Keller ve Siergist, 2006). Türkiye gibi ülke riskinin yüksek hissedildiği bir ortamda (Yapraklı ve Güngör, 2007: 211-212) bu faktörün, pay piyasasına yatırım kararı verirken daha da önemli olduğu düşünülmektedir. Katılımcılar nezdinde algılanan riskin etkisine yönelik yapısal eşitlik istatistikleri, tüketici tarafından algılanan riskin piyasaya yönelik marka değeri ile yatırım yapma niyeti ilişkisinde aracı role sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bir başka deyişle, tüketicilerin piyasaya yatırım yapma niyetlerinde marka değeri belirleyicilerinin direkt etkisinden çok, algılanan risk faktörü aracılığı ile dolaylı bir etkiden bahsetmek mümkündür. Algılanan riskin aracı etkisinin en çok hissedildiği (tam aracı etki) değişken marka kalitesidir. Buna göre, katılımcıların piyasaya karşı marka kalitesi algıları ne olursa olsun, piyasaya yatırım yapmayı riskli görmeleri durumunda yatırım yapma niyetleri ortadan kalkmaktadır. Algılanan risk, marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasında ise kısmi aracı etkiye sahip bulunmuştur. Buna göre, katılımcılar yatırım davranışını riskli bulmaları halinde piyasaya karşı sadakat algıları azalmakta, ancak ortadan kalkmamaktadır.

Baron ve Kenny yaklaşımına göre, algılanan risk, marka farkındalığı ile yatırım yapma niyeti arasında ise aracı etkiye sahip bulunmamıştır. Ancak bootstrapping yönteminde aracı etki istatistiksel anlamlılığını korumuştur. Risk değişkeni analize dahil

edildiğinde, marka farkındalığı tahmin değerinin arttığı saptanmıştır. Yani, katılımcılar piyasaya yönelik risk algıladıklarında, marka farkındalıkları artmaktadır, ancak bunun yatırım niyetinde artışa sebep olacağını söylemek güçtür.

Ayrıca söz konusu riskin, tüketici algısında meydana geldiği, dolayısıyla herhangi bir reel finansal gerekçeye dayanmadığını vurgulamakta yarar vardır. Tespit edilen bu durumun, Kahneman ve Tversky (1979: 263-291) tarafından ortaya atılan Beklenti Teorisi (Prospect Theory) ile uyumlu olduğu düşünülmektedir. Buna göre, birey herhangi bir kayıptan kaçınmayı, herhangi bir kazanç elde etmeye tercih etme eğilimindedir. Birey aynı düzeyde bir kazanç ve kayıp arasında tercih yaparken, psikolojik olarak kayıp ihtimalini kazanç ihtimalinden daha yoğun olarak algılamaktadır. Bu kayıptan kaçınma eğilimi, yatırımcının karlı olmayan yatırımlar yapmasını engelleyebileceği gibi, kendini koruma önyargısıyla düşüşte olan varlıkların bile elde tutulması ve potansiyel getiri alanlarından uzak durulması sonucunu da doğurabilir.

Yatırım yapma niyeti üzerindeki marka değişkenlerinin bahsedilen etkileri, gelir, yaş, cinsiyet ve medeni hal demografik özellikleri sabit tutularak ölçülmüştür. Bunun nedeni, bu tür demografik farklılıkların yatırım davranışı üzerindeki etkisinin ortadan kaldırılmak istenmesidir. Tüm marka değişkenlerinin ve algılanan risk değişkeninin etkisi altında yatırım yapma niyeti değişkenindeki toplam varyansın açıklanma oranı %53 olarak bulunmuştur. Bu oranın, birçok değişkenin etkisi altında olan Sosyal Bilimlerdeki davranış modelleri için oldukça önemli olduğu, dolayısıyla araştırma değişkenleri kapsamında Türkiye Pay Piyasasına yatırım yapma niyetinin önemli oranda açıklandığı düşünülmektedir.

Yapısal eşitlik modelinde demografik değişkenlerin etkisi sabit tutularak değişkenler arası ilişkiler saptanmıştır. Ancak risk içeren kararların gerek sosyal çevreden etkilenerek verildiği (Harrison ve diğerleri, 2013: 25), sosyal durum, kültürel durum, referans grup (Usul ve diğerleri, 2002: 140-141), aile, rol ve statü (Arslan, 2003: 92-93) gibi faktörlerden etkilendiği, gerekse bu kararlarda bilişsel etmenlerin önemli rol oynadığı (Pompian, 2006) sıklıkla üstünde durulan bir konudur. Bu çalışmada da yapısal modeldeki değişkenler arası ilişkilerin bu demografik özelliklere göre farklılaşıp farklılaşmadıklarının tespitinin piyasanın pazarlanabilirliği açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Öncelikle

etkisi araştırılan hiçbir demografik değişkenin, marka kişiliği boyutları ve marka kişiliği – marka değeri belirleyicileri ilişkileri açısından farklılaşmadığı görülmektedir. Yani tüm katılımcılar, bu ilişkilere aynı tepkiyi göstermektedirler. Ancak algılanan riskin aracı etkisi açısından gruplar arasında önemli farklılıklar tespit edilmiştir.

Yapısal modelde marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasında tam aracı etkiye sahip algılanan risk değişkeni, gruplar arası farklılıkta sadece 40 yaş ve üzeri katılımcıları (tam aracı), evli katılımcıları (kısmi aracı) ve 4000 TL ve altı gelir seviyesine sahip katılımcıları (kısmi etki) etkilemektedir. 40 yaş ve üzeri katılımcılar, risk algılamaları durumunda, marka kalitesi algıları ne olursa olsun, yatırım yapma davranışından vazgeçmektedirler. Evli katılımcılar ve 4000TL ve altı gelire sahip katılımcıların yatırım yapma niyetleri ise önemli oranda azalmaktadır.

Algılanan risk, bekar katılımcılar hariç diğer tüm alt gruplarda marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide kısmi aracı etkiye sahiptir. Yani tüm alt gruplar, piyasaya yönelik risk algılamaları durumunda yatırım niyetlerinde azalış yaşamaktadırlar. Buna göre, riskin en önemli etkisinin marka sadakati ilişkisinde olduğunu söylemek mümkündür. Bu bulgu, aynı zamanda bireylerin daha az risk algıladıkları başka piyasalara yatırıma sıcak bakabileceklerini göstermekte, dolayısıyla Türkiye Pay Piyasasının marka değerini tehdit eden önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Risk algısının hem marka kalitesi hem de marka sadakatini aynı anda benzer şekilde etkilediği alt demografik gruplar ise, 40 yaş üstü, evli ve aylık geliri 4000TL ve altında olan katılımcılardır. Bir başka deyişle, bu gruplar riske en duyarlı gruplar olarak ortaya çıkmakta, marka değer algıları değişime oldukça açık görünmektedir. Türkiye Pay Piyasası, hatta daha geniş anlamda sermaye piyasasının tabana yayılma hedefi çerçevesinde, üstünde hassasiyetle durulması gereken demografik grupların yine bu gruplar olduğu düşünülmektedir.

Yaş ve risk arasındaki ilişkide yazındaki yaygın görüş, yaş unsurunun risk toleransını azalttığı, dolayısıyla daha genç yatırımcıların daha yüksek riskle yatırımlarını yönlendirdikleridir. Bu durum şu farklılıklardan kaynaklanabilir (Jagannathan ve Kocherlakota, 1996: 11-12);

- Genç yatırımcıların önünde düzenli gelir elde edebilecekleri uzun yıllar olması beklenirken orta yaş üstü yatırımcılar için bu sürenin daha az olduğu öngörülür.
- Genç yatırımcılar için, aile kurma, ev/araba alma vb. sorumluluklar söz konusudur. Bu da daha fazla getiri sağlayacak riskli yatırımlar konusunda cesaretlendirir. Bu giderlerden nispeten uzak orta yaş üstü yatırımcılar ise, yüksek risk-yüksek getiri ihtiyacı içine girmeyebilirler.
- Seçtikleri yatırım aracında herhangi bir kayıp yaşayan genç yatırımcılar, çalışarak bu kayıpları telafi edebilecekken, orta yaş üstü, özellikle emekli yatırımcıların bu imkanları kısıtlıdır.

Bu durum, 40 yaş üstü grupta bulunan katılımcıların çoğunlukla evli olmalarından da kaynaklanabilir. Diğer aile bireylerini de düşünerek geleceklerini garanti altına almak isteyen katılımcıların, sahip oldukları sorumlulukla birlikte risk toleransının azaldığı düşünülmektedir. Diğer taraftan, bekar katılımcılar için risk faktörü, hiçbir değişken için aracı etkiye sahip görünmemektedir. Yani, bekar katılımcıların risk toleransının daha yüksek olduğundan (Hartog ve diğerleri, 2002; Roszkowski, 1998; Yao ve Hanna, 2005) bahsedilebilir. Bu durumla ilgili olarak, bekar kişilerin daha az sorumluluk ve daha fazla cesaret duygularıyla daha fazla risk alabildikleri; evlilerin ise, ailelerinin geleceklerini riske atmak konusunda daha tutucu oldukları düşünülmektedir. Ayrıca, evlilerin bekarlara oranla sosyal riske karşı daha duyarlı oldukları görüşü vardır. Sosyal risk yatırımın kayıpla sonuçlanması sonucu kişinin sosyal itibar kaybetmesi riskidir.

Yatırım davranışında bireylerin gelir seviyesi, birçok çalışma tarafından dikkate alınan bir demografidir. Çalışmada 3000-4000TL gelir seviyesi önemli bir eşik olarak ortaya çıkmakta, katılımcıların yaklaşık %48'i bu grupta yer almaktadır. 4000TL gelir seviyesinin altında yer alan grupta risk algısı daha yüksek olarak ortaya çıkmıştır. Yazındaki çoğu çalışmayla paralel olarak (Cicchetti ve Dubin, 1994; Grable ve diğerleri, 2004) gelir seviyesindeki artışın, bireyleri herhangi bir finansal kayba karşı daha toleranslı hale getirdiği sonucuna varılabilir. Geliri yüksek ve varlıklı kişiler, karşılaşılabilecekleri herhangi bir zarardan daha az etkilenip kaybedilene daha kolay telafi edebilecekken, daha düşük gelir düzeyinde daha az varlıklı kişiler risk konusunda daha hassas olabilmektedirler (Anbar ve Eker, 2009: 134-142).

Sonuç olarak bireylerin yatırım davranışlarında ortaya çıkan bu genel tablo, genellikle sadece finansal temelli bakılan yatırım davranışında, bir marka olarak borsa/pay piyasasına yönelik marka değişkenlerinin de önemli etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda Türkiye Pay Piyasasının başarısının sadece mikro ya da makro ölçekte finansal göstergelerle incelenemeyeceği, borsanın kurumsal olarak tüketiciye pazarlanabilirlik başarısının da yatırım davranışı üzerinde önemli etkileri olduğu açıktır. Dolayısıyla, tüm dünyada kar amaçlı kurumlara dönüşme eğiliminde olan borsaların, birer kurumsal şirket mantığında yapılandırılmasına ve şirketin müşterileri olan yatırımcıların kazanılmasına yönelik etkin pazarlama stratejilerinin geliştirilmesine ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede pazar bölümlendirme, hedef pazar belirleme ve konumlandırma süreçlerinde bireylerin sahip olduğu demografik farklılıkların da gözetilmesi büyük önem taşımaktadır.

Tüm bu bulgular doğrultusunda araştırmanın Türkiye Pay Piyasası'na yönelik uygulamasından çıkarılabilecek en genel sonuç, gerçekçi, istikrarlı ve sorumluluk sahibi bir pay piyasası algısının piyasanın marka değerini önemli ölçüde artırdığı, ancak bu marka değerinin piyasaya yatırım yapma üzerindeki etkisinin çok büyük ölçüde bireylerin algıladıkları riske bağlı olduğudur. Bireylerin risk algısı, yatırım yapma niyetini tamamen ve/veya kısmen ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye Pay Piyasasının öncelikle aşması gereken sorunun bireylerin algıladıkları yüksek risk olduğu görülmektedir. Bu sorunun çözümü olmaksızın, yatırımcı seferberliği, İstanbul Finans merkezi gibi çabaların zaman kaybı olmaktan öteye gidemeyeceği açıktır. Nitekim bu projelerin etkinliği günümüzde halen tartışılmaktadır.

4.9. İrlanda Pay Piyasası Uygulaması

4.9.1. İrlanda Örneğinin Demografik Özellikleri

Araştırmanın İrlanda örneğine ait demografik dağılımlar Tablo 43'de sunulmuştur.

Tablo 43: İrlanda Örneklemine Ait Demografik Bilgiler

		Frekans*	Geçerli Yüzde**	Kümülatif Yüzde*
Cinsiyet	Erkek	211	54,4	54,4
	Kadın	163	42,0	96,4
	Söylememeyi tercih ediyorum	14	3,6	100,0
Katılımcı Yaş Aralığı	21 - 30	24	6,1	6,1
	31 - 40	96	24,3	30,4
	41 - 50	128	32,4	62,8
	51 ve üstü	147	37,2	100,0
Eğitim Durumu	Üniversite	27	6,9	6,9
	Y. Lisans / Doktora	367	93,2	100,0
Medeni Hal	Evli	260	66,8	66,8
	Bekar	92	23,7	90,5
	Diğer	37	9,5	100,0
Aylık Toplam Gelir	1000€ - 2500€	59	15,0	15,0
	2501€ - 4000€	127	32,3	47,3
	4001€ - 5500€	47	12,0	59,3
	5501€ - 7000€	46	11,7	71,0
	7001€ - 8500€	47	12,0	83,0
	Söylememeyi tercih ediyorum	67	17,0	100,0
Meslek / Çalışma Durumu	Kamu çalışanı	370	94,1	94,1
	Özel sektör çalışanı	6	1,5	95,7
	Emekli	17	4,3	100,0

*Toplam örneklem sayısı 396'dır. Ancak bazı demografik değişkenler için eksik veriler mevcuttur.
** Yüzdelerdeki virgülden sonraki kısım>5 ise, bir sonraki tam sayıya yuvarlanmış olduğundan toplam sayı 100'e eşit olmayabilmektedir.

İrlanda uygulamasına yönelik örneklemin %42'sini kadın, %54,4'ünü erkek katılımcılar oluşturmaktadır. Geri kalan %3,6 katılımcı ise cinsiyetini söylememeyi tercih etmiştir.

51 ve üstü yaş grubundaki katılımcılar, örneklemin %37,2'sini oluşturmaktadır. Bunu %32,4 ile 41-50 yaş aralığındaki katılımcılar takip etmekte, üçüncü sırada ise %24,3 oranı ile 31-40 yaş aralığındaki katılımcılar gelmektedir.

İrlanda örneklemini, araştırma evreninin yapısı dolayısıyla, yüksek eğitim seviyesine sahip bir katılımcı grubundan oluşmaktadır. Katılımcıların %93,2'si yüksek lisans ve doktora, geri kalan %6,8'i ise üniversite mezunudur.

Araştırma örnekleminin %66,8'i evli, %23,7'si bekar olup geri kalan %9,5'i ise birlikte yaşamaktadır.

Katılımcıların %15'i, aylık 1000-2500€; %32,3'ü 2501-4000€; %12'si 4001-5500€; %11,7'si 5501-7000€; %12'si 7001-8500€ gelire sahiptir. Katılımcıların %17'si, aylık gelirleriyle ilgili bir yorumda bulunmamayı tercih etmiştir. Örneklemin en büyük yüzdesini 2501-4000€ aylık gelir seviyesinde olan katılımcılar oluşturmaktadır. Yaklaşık %36'lık bir katılımcı yüzdesinin ise, aylık 5500€ üzerinde bir gelire sahip olduğu görülmektedir.

Katılımcıların %94,1 ile en büyük yüzdesi, devlet tarafından desteklenen (kamu) üniversitesinde, %1,5'i ülkedeki az sayıdaki özel yüksek öğretim kurumlarında görevli bulunmaktadır. Geri kalan %4,3'lük katılımcı ise emekli öğretim üyelerinden oluşmaktadır.

4.9.2. İrlanda Örnekleminin Yatırım Davranışına Göre Dağılımları

İrlanda örnekleminin yatırım davranışına ilişkin sorulara verdiği cevapların dağılımı Tablo 44'de sunulmuştur. Cevaplar sıralamalı şıklar şeklinde oluşturulmuş, ayrıca en son şık olarak açık uçlu 'Diğer' seçeneği de dahil edilerek cevaplayıcıların görüşlerini belirtmelerine fırsat tanınmıştır.

Tablo 44: İrlanda Örnekleminin Pay Senedine Yatırım Yapma Durumuna Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırımcı Kategorisi	Mevcut Yatırımcı	101	25,8	25,8
	Potansiyel Yatırımcı	58	14,8	40,7
	Kayıp Yatırımcı	43	11,0	51,7
	Yatırımcı Olmayan	189	48,3	100
	Toplam	391	99,9	

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

İrlanda örnekleminin %25,8'i pay piyasasına finansal araçlar, bankalar, bireysel emeklilik sistemi gibi çeşitli yollarla yatırım yapmakta olan *Mevcut Yatırımcılar*'dan oluşmaktadır. Pay piyasasına bugüne kadar yatırım yapmamış, ancak gelecek dönemde yapmayı düşünen *Potansiyel Yatırımcılar*, %14,8 oranı ile temsil edilmektedir. Daha önceki dönemlerde pay piyasasına yatırım yapmış, ancak tekrar yapmayı düşünmeyen *Kayıp Yatırımcıların* oranı %11'dir. Piyasaya bugüne kadar yatırım yapmamış ve gelecek dönemde de yapmayı planlamayan katılımcı oranı ise %48,3 ile en yüksek yüzdeyi oluşturmaktadır. Aynı grup, Yatırıma Olumlu Bakanlar (1. ve 2. grup) ve Yatırıma Olumlu Bakmayanlar (3. ve 4. grup) olarak sınıflandığında ise, ilk grubun oranı %40,7; ikinci grubun oranı ise %59,3'dur. Bir başka ifadeyle, araştırma örnekleminin çoğunluğu pay piyasasında yatırım yapmaya gerek şu anki gerekse gelecek dönemde olumlu bakmamaktadır.

Tablo 45: İrlanda Örnekleminin Yatırım Aracı Tercihine Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde*
Öncelikli Yatırım Tercihi	Pay Senedi	129	32,7	32,7
	Banka / Postane Mevduat Hesabı	112	28,4	61,2
	Gayrimenkul	80	20,3	81,5
	Değerli madenler (altın vb.)	23	5,8	87,3
	Döviz	7	1,8	89,1
	Diğer	43	10,9	100,0
	Toplam	394	99,9	
*Eksik veriler dahil edilmemiştir.				

Araştırma örnekleminin “50.000€’nuz olsa ilk olarak nereye yatırım yapmayı düşünürdünüz?” sorusuna verdiği cevapların dağılımları Tablo 45’de gösterilmiştir. Buna göre, katılımcıların %32,7 ile en büyük yüzdesi, pay senedine yatırımını öncelikle tercih etmektedir. İkinci en büyük yatırım tercihi %28,4 ile banka/postane mevduat hesabıdır. Gayrimenkul yatırımı %20,3 ile üçüncü tercih olarak görülmekte, bunu %5,8 ile değerli madenler takip etmektedir. En son sırada ise %1,8 ile dövize yatırım gelmektedir.

İrlandalı akademisyenlerin büyük çoğunluğunun pay senedini öncelikli yatırım tercihi olarak belirtmiş oldukları görülmektedir. Pay senedi, mevduat hesabı ve

gayrimenkul üçlüsü, örneklemin (%81,5) en popüler yatırım platformları olarak öne çıkmaktadır. Aynı soruya verilen ‘diğer’ cevabında belirtilen öncelikler şunlardır.

Tablo 46: İrlanda Örnekleminin ‘Diğer’ Yatırım Tercihlerine Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırım Tercihleri 'Diğer' Kategorisi	Bono	6	1,5	97,5
	Kendi işim	2	,5	98,0
	Sanat	2	,5	98,5
	Antik kitap	1	,3	98,7
	Çocuklarının eğitimi	1	,3	99,0
	Etik yatırım	1	,3	99,2
	Ormancılık	1	,3	99,5
	Su	1	,3	99,7
	Vergisiz yatırım	1	,3	100,0
	Toplam	16	4,3	

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

Diğer şikkını işaretleyen katılımcıların çoğu, bono ile kısa vadeli yatırımı tercih etmektedir. İkinci ve üçüncü sırada gelen yatırım tercihleri ise, kendi işini kurmak ve sanata yatırım yapmak olmuştur.

Tablo 47: İrlanda Örnekleminin Öncelikli Yatırım Kriterine Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde*
Öncelikli Yatırım Kriteri	Güvenilir olması	160	40,5	40,5
	Riskinin düşük olması	108	27,3	67,8
	Getirisinin yüksek olması	48	12,2	80,0
	Bilinir olması	22	5,6	85,6
	Erişim kolaylığı	19	4,8	90,4
	Diğer	38	9,6	100,0
	Toplam	395	100,0	

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

Katılımcıların %40,5'i, yatırım aracı seçiminde öncelikle güvenilirlik faktörünü göz önünde bulundurmaktadır. %27,3 ile ikinci en büyük katılımcı yüzdesi, düşük riskli yatırım araçlarına öncelik tanırken, %12,2'si ise yatırım aracının getirisinin yüksek olmasını tercih etmektedir. Kümülatif olarak bakıldığında, katılımcıların %80'i için (1) Güven, (2) Risk, (3) Getiri faktörleri en önemli yatırım kriterleri olarak tespit edilmiştir. Bilinirlik ve Erişim Kolaylığı ise, katılımcıların yatırım kriterlerinde en sonda gelmektedir. Öncelikli yatırım kriteri için verilen 'Diğer' cevapları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 48: İrlanda Örneklemine 'Diğer' Yatırım Kriterlerine Göre Dağılımı

		Frekans*	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırım Kriterleri 'Diğer' Kategorisi	Etik olması	5	1,3	96,7
	Hepsi	5	1,3	98,0
	Getiri - Risk İlişkisi	3	,8	98,7
	Likidite	2	,5	99,2
	Büyüme potansiyeli olması	1	,3	99,5
	Çok yönlü kazanç	1	,3	99,7
	Kişisel eğlence	1	,3	100,0
	Toplam	18	4,8	
*Eksik veriler dahil edilmemiştir.				

Öncelikli yatırım kriterine 'Diğer' cevabını veren katılımcıların çoğunluğu, yatırımın etik olması gerektiğini ifade etmişlerdir. Eşit yüzdede diğer katılımcılar, sunulan tüm şıkları aynı anda, öncelikli olarak değerlendireceklerini belirtmişlerdir. Üçüncü grup getiri-risk ilişkisini göz önünde bulundururken, dördüncü grup likiditeye önem vermektedir. Diğer seçenekler arasında yatırım aracının büyüme potansiyelinin olması, çok yönlü kazanç sunması ve kişisel eğlence faktörü gelmektedir.

4.9.3. İrlanda Örneklemine Kullanılan Ölçümlere Göre Dağılımları

4.9.3.1. İrlanda Örneklemine Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Dağılımı

İrlanda örneğine uygulanmış marka kişiliği ölçeğine ait frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri Tablo 49'da sunulmuştur.

Tablo 49: İrlanda Örnekleminin Marka Kişiliği Ölçeğine İlişkin Dağılımı

	(1) En Az Canlanıyor	(2)	(3)	(4)	(5) En Çok Canlanıyor	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
Ayakları yere basan / Gerçekçi	132	60	162	11	8	2,20	1,030
İstikrarlı	67	99	141	52	13	2,58	1,047
Sorumluluk sahibi	69	79	145	66	9	2,64	1,056
Dinamik	70	120	134	42	4	2,43	,958
Aktif / Etkin	53	103	156	47	12	2,63	,985
Yenilikçi	72	123	140	23	9	2,38	,951
Agresif / Saldırgan	87	129	125	27	1	2,26	,910
Cesur	83	134	115	30	5	2,29	,952
Sıradan / Alışılmış	33	49	167	97	26	3,09	1,011
Basit	69	72	161	61	6	2,63	1,019
Romantik	243	55	62	7	2	1,56	,873
Duygusal / Hassas	225	52	78	16	1	1,70	,961

Not: Toplam örneklem sayısı 396'dır.

Katılımcıların İrlanda Pay Piyasası'na yönelik marka kişiliği algısı incelendiğinde, en yüksek ortalamaya (3,09) Sıradan/Alışılmış sıfatının sahip olduğu görülmektedir. Buna göre katılımcıların çoğunluğunun pay piyasasını sıradan bir piyasa olarak algıladığını söylemek yanlış olmayacaktır. En düşük ortalamaya sahip sıfat ise ölçekteki Romantik sıfatıdır (1,56).

4.9.3.2. İrlanda Örnekleminin Marka Değişkenlerine Yönelik Dağılımı

İrlanda Pay Piyasasına yönelik marka değeri belirleyicileri olan marka farkındalığı, marka çağrışımı, marka performansı, marka güveni ve marka sadakati ölçeklerine ait frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri ile genel ölçek ortalamaları Tablo 50'de sunulmuştur.

Tablo 50: İrlanda Örnekleminin Marka Değeri Belirleyicilerine İlişkin Dağılımı

	Kesimlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesimlikle Katılıyorum	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Ölçek Genel Ortalaması
Marka Farkındalığı 1	36	28	51	135	143	3,82	1,254	2,84
Marka Farkındalığı 2	132	146	83	23	10	2,07	1,003	
Marka Farkındalığı 3	59	66	85	135	47	3,11	1,259	
Marka Farkındalığı 4	71	114	86	86	35	2,74	1,237	
Marka Farkındalığı 5	67	138	138	44	8	2,46	,967	
Marka Çağrışımı 1	248	106	20	17	4	1,54	,855	2,61
Marka Çağrışımı 2	62	67	177	67	18	2,77	1,055	
Marka Çağrışımı 3	97	94	107	84	13	2,55	1,168	
Marka Çağrışımı 4	45	93	74	105	78	3,20	1,309	
Marka Çağrışımı 5	21	44	253	69	8	3,00	,762	
Marka Performansı 1	19	62	245	65	3	2,93	,736	2,82
Marka Performansı 2	20	44	234	89	7	3,05	,782	
Marka Performansı 3	39	111	230	13	393	2,55	,716	
Marka Performansı 4	17	81	275	22	0	2,76	,615	
Marka Güveni 1	34	60	266	29	0	2,75	,718	2,96
Marka Güveni 2	22	78	197	95	3	2,95	,831	
Marka Güveni 3	8	15	265	88	20	3,24	,696	
Marka Güveni 4	25	50	269	50	2	2,88	,716	
Marka Sadakati 1	50	122	124	88	9	2,70	1,025	2,35
Marka Sadakati 2	98	107	155	27	4	2,31	,959	
Marka Sadakati 3	69	111	179	31	1	2,45	,881	
Marka Sadakati 4	147	140	96	8	1	1,92	,848	
Not: Toplam örneklem sayısı 396'dır.								

Marka değeri belirleyicileri arasında en yüksek ortalamaya sahip ölçek, marka güveni (2,96); en düşük ortalamaya sahip ölçek ise marka sadakati (2,35) olarak tespit edilmiştir.

4.9.3.3. İrlanda Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine Yönelik Dağılımları

Araştırmanın Algılanan Risk ile Yatırım Yapma Niyeti ölçeklerine yönelik frekans, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri ile ölçek genel ortalamaları Tablo 51’de sunulmuştur.

Tablo 51: İrlanda Örnekleminin Algılanan Risk ve Yatırım Yapma Niyeti Ölçeklerine İlişkin Dağılımı

	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Ölçek Genel Ortalaması
Algılanan Risk 1	24	83	140	96	47	3,15	1,080	3,33
Algılanan Risk 2	28	61	175	98	27	3,09	,984	
Algılanan Risk 3	13	27	72	192	89	3,81	,973	
Algılanan Risk 4	9	58	179	102	43	3,29	,928	
Yatırım Yapma Niyeti 1	83	108	118	64	17	2,55	1,125	1,07
Yatırım Yapma Niyeti 2	61	77	165	78	6	2,72	1,008	

Not: Toplam örneklem sayısı 396’dır.

İrlanda Pay Piyasasına yönelik sorulmuş tüm ölçekler içinde en yüksek ortalamaya sahip olan ölçeğin algılanan risk ölçeği olduğu görülmektedir (3,33). Yatırım yapma niyeti ölçeği genel ortalaması (1,07) ise en düşük ortalama olarak dikkat çekmektedir.

4.9.4. Araştırma Verilerinin Analizi ve Bulgular

4.9.4.1. İçsel Tutarlılık Göstergesi olarak Cronbach Alpha Katsayıları

Araştırmanın İrlanda uygulamasına yönelik ölçeklerin içsel tutarlılığının göstergesi olarak Cronbach’s Alpha katsayıları ve bazı ölçek istatistikleri Tablo 52’de sunulmuştur.

Tablo 52: Ölçeklere Ait Güvenilirlik Katsayıları Özeti

	Ortalama	Varyans	Standart Sapma	Madde Sayısı	Cronbach's Alpha
Marka Kişiliği	28,40	51,807	7,198	12	0,864
Marka Farkındalığı	14,21	18,208	4,267	5	0,798
Marka Çağrışımı	6,86	5,165	2,273	3	0,574
Marka Performansı	11,29	3,967	1,992	4	0,650
Marka Güveni	8,58	3,196	1,788	3	0,699
Marka Sadakati	7,47	5,739	2,396	3	0,790
Yatırım Yapma Niyeti	5,27	3,722	1,929	2	0,796
Algılanan Risk	13,33	8,142	2,853	4	0,696

Uygulanan güvenilirlik analizi sonucu, marka çağrışımı ölçeğinin alfa katsayısının oldukça düşük olduğu (0,57) tespit edilmiş ve ölçeğin diğer analizlerde kullanılmamasına karar verilmiştir. Silinmesi durumunda güvenilirliği yükselteceği görülen, Marka Güveni 3 ve Marka Sadakati 4 maddeleri elenmiştir. Marka kişiliği, marka farkındalığı, marka performansı, yatırım yapma niyeti ve algılanan risk ölçekleri, silinmesi durumunda güvenilirlik katsayısını yükseltecek madde içermediğinden ve ölçek-madde korelasyonları yeterli olduğundan aynen korunmuştur. Marka performansı ölçeği 0,65 ile en düşük güvenilirlik katsayısına sahip ölçek olarak görülmektedir. Ancak değer, 0,60 alt sınırının üstünde olduğundan ölçeğin içsel tutarlılık şartını sağladığı sonucuna varılmıştır.

4.8.4.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Geçerlilik Analizleri

Araştırmanın İrlanda uygulamasına yönelik İçerik Geçerliliği, araştırmacının misafir araştırmacı olarak 1 yıl süreyle bulunduğu University College Dublin'de Pazarlama, Yönetim ve Finans Anabilim Dallarında görevli 1 profesör, 2 doçent (senior lecturer), 3 yardımcı doçent (lecturer) ve 4 öğretim görevlisi – doktora öğrencisi tarafından kontrol edilmiştir. Araştırmanın yürütüldüğü ülkenin farklı sosyo-kültürel ve ekonomik yapısı dikkate alınarak bazı ölçek maddelerinde ve ifade ediliş biçimlerinde değişiklik yapılmıştır. Örneğin, katılımcıların aylık gelirleri farklı bir skalada ve Euro para cinsinden sorulmuştur (1000€-2500€ gibi). Benzer şekilde, ülkede postane tarafından sunulan vadeli hesap hizmeti popüler bir yatırım şekli olduğundan Türkiye uygulamasında 'Banka

Mevduat Hesabı' şıkkı İrlanda uygulamasında 'Postane/Banka Mevduat Hesabı' olarak değiştirilmiştir.

İçerik geçerliliğinin ardından açıklayıcı faktör analizi uygulanmış ve örneklemin, ölçek maddelerini ne şekilde algıladığı belirlenmeye çalışılmıştır. Açıklayıcı faktör analizi araştırmanın yapı geçerliliğine yönelik ipuçları verse de, ardından uygulanacak olan doğrulayıcı faktör analizi ile geçerlilik ve güvenilirlik şartları tekrar kontrol edilerek onaylanmıştır.

Açıklayıcı faktör analizinde kullanılan parametre tahminlerini çıkarsama yöntemi, En Çok Olabilirlik Yöntemidir (Maximum Likelihood). Rotasyon yöntemi olarak ise, Varimax yöntemi kullanılmıştır. Araştırmanın İrlanda örneklemine uygulanan açıklayıcı faktör analizi sonuçları aşağıda tablolar halinde sunulmuştur.

4.9.4.2.1. Marka Kişiliği Ölçeğine Yönelik Geçerlilik Analizi

Tablo 53: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Kaiser-Meyer-Olkin Örnekleme Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi

Kaiser-Meyer-Olkin Örnekleme Yeterliliği Ölçümü		,819
Bartlett Küresellik Testi	Yaklaşık Ki-Kare	2200,471
	Serbestlik Derecesi	45
	Anlamlılık	0,000

Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) Örnekleme Yeterliliği testi 0,819 değeri ile örnekleme yeterliliğini ve faktör analizinin uygulanabilir olduğunu göstermektedir. Korelasyon matrisindeki tüm korelasyonların bütünsel anlamlılığının ölçüsü olarak kullanılan Bartlett Küresellik testi 0,00 düzeyinde anlamlıdır. Diğer bir ifadeyle, örneklemin açıklayıcı faktör analizine hazır olduğunu gösteren tüm şartlar sağlanmıştır.

Tablo 54: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	4,580	45,797	45,797	3,073	30,726	30,726
2	1,516	15,156	60,953	2,020	20,200	50,925
3	1,507	15,069	76,022	1,606	16,060	66,985
4	,594	5,939	81,961			
5	,435	4,354	86,315			
6	,376	3,762	90,076			
7	,320	3,204	93,280			
8	,251	2,513	95,793			
9	,231	2,313	98,106			
10	,189	1,894	100,000			

Uygulanan AFA sonrası, başlangıç özdeğeri 1'in üstünde 3 faktör tespit edilmiştir. Marka kişiliği ölçeğinde açıklanan toplam varyans oranının ise, %66 gibi oldukça yüksek bir değerde olduğu görülmektedir.

Tablo 55: Marka Kişiliği Ölçeğine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları

	Faktörler*			Cronbach Alpha
	1	2	3	
Dinamik	,782	,188	,112	0,893
Agresif / Saldırgan	,782	,144	,224	
Cesur	,777		,226	
Yenilikçi	,738	,369		
Aktif/Etkin	,709	,338		
Sorumluluk sahibi	,249	,876		0,876 (Basit maddesinin silinmesi durumunda)
İstikrarlı	,243	,816		
Basit		,496	,240	
Duygusal / Hassas		,147	,901	0,85
Romantik	,252	,112	,780	

*Faktör yükü 0,10 ve altındaki yükler tabloda gösterilmemiştir.

Analiz esnasında faktörlerin ayrışmasını sağlamak için iki madde arası en az 0,10 yükü olması aranmış, bu koşulu sağlamayan Ayakları yere basan/Gerçekçi ve Sıradan/Alışılmış sıfatları analizden çıkarılmıştır. Ayrıca her bir madde faktör yükü 0,40 değerinin üstündedir.

Teoride Saldırganlık boyutu ile Hareketlilik boyutunu oluşturan sıfatların aynı faktör altında kümelendiği görülmektedir. Ayrıca Sadelik boyutuna ait Basit sıfatı Sorumluluk boyutu altında kümelendiği, ancak AFA sonrası yapılan güvenilirlik analizinde sıfatın ölçekten çıkarılması durumunda alfa katsayısının yükseleceği görülmüştür. Dolayısıyla Sorumluluk boyutu iki sıfatla ölçülmüştür. Analiz sonrası İrlanda Pay Piyasasına yönelik tespit edilen marka kişiliği boyutları şöyledir;

Faktör 1 → Hareketlilik (Dinamik / Agresif-Saldırgan / Cesur / Yenilikçi / Aktif-Etkin)

Faktör 2 → Sorumluluk (Sorumluluk sahibi / İstikrarlı)

Faktör 3 → Duyarlılık (Romantik / Duygusal-Hassas)

4.9.4.2.2. Araştırma Değişkenlerine Yönelik Geçerlilik Analizleri

Marka kişiliği ölçeği dışındaki tüm araştırma değişkenlerine ait ölçekler, örneklem tarafından nasıl algılandıklarının tespiti için AFA'ya tabi tutulmuş, sonuçlar aşağıda tabloleştirilmiştir.

Tablo 56: Araştırma Değişkenlerine Yönelik Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği ve Bartlett Küresellik Testi

Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği Ölçümü		,831
Bartlett Küresellik Testi	Yaklaşık Ki-Kare	3088,741
	Serbestlik Derecesi	190
	Anlamlılık	0,000

Değişkenlere yönelik toplam örneklem yeterliliğinin (0,83) ve Bartlett Küresellik Testi anlamlılık değerinin (0,000) uygun olduğu görülmektedir.

Tablo 57: Araştırma Değişkenlerine Yönelik Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	5,024	25,119	25,119	2,566	12,829	12,829
2	3,117	15,585	40,704	2,290	11,448	24,277
3	2,094	10,468	51,172	2,092	10,458	34,735
4	1,508	7,538	58,710	1,850	9,249	43,984
5	1,057	5,287	63,997	1,588	7,939	51,923
6	,841	4,207	68,204			

* Tabloda toplam 20 adet faktör olmasına rağmen, sayfa kısıtı nedeniyle sadece özdeğeri 1'in üstünde olan 5 faktör ve olmayan ilk faktör gösterilmiştir.

AFA sonrasında araştırma değişkenlerinin toplam 5 faktör altında kümelendikleri görülmüştür. Bu faktörlerin toplam varyansı açıklama oranı %51'in üstünde tespit edilmiştir.

Tablo 58: Araştırma Değişkenlerine Ait Yapı Matrisi ve Alpha Katsayıları

	Faktörler*					Cronbach Alpha
	1	2	3	4	5	
MG1	,679		,118			0,792
MG2	,629		,161	,237	-,253	
MP4	,618	-,110			,222	
MP1	,571	,167	,154	,279		
MP3	,553		,343			
MG4	,506		,242	,192	-,116	
MF4		,792			-,138	0,828 (MF5 maddesinin silinmesi durumunda)
MF3		,753			-,138	
MF1		,746			-,127	
MF5	,122	,598	,156			
MS1	,236		,727	,147		0,79 (MS4 maddesinin silinmesi durumunda)
MS2	,162		,722	,126		
MS3	,317	,122	,601	,345		
MS4	,142	-,123	,527	-,102		
YYN2	,214		,263	,757	-,210	0,796
YYN1		,151		,740	-,266	
AR4	-,324			-,343	,622	0,696
AR1	-,211			-,480	,581	
AR2		-,129	,110	-,133	,530	
AR3	,134	-,217	-,134		,504	

*Faktör yükü 0,10 ve altındaki yükler tabloda gösterilmemiştir.

Türkiye örneğine benzer şekilde, İrlanda örneğinde de marka performansı ile marka güvenilirliği ölçeklerinin aynı faktör altında algılandıkları görülmektedir. Bu değişken, her iki örnekte de Marka Kalitesi olarak adlandırılmıştır. Diğer tüm ölçekler ayrı faktörler altında kümelenemiştir. AFA ardından uygulanan güvenilirlik analizi sonucu, marka farkındalığı ölçeğinden MF5 maddesinin; marka sadakati ölçeğinden ise MS4 maddesinin çıkarılmasıyla alfa katsayılarının yükseleceği tespit edilmiştir. Sonuç olarak doğrulayıcı faktör analizi öncesi, tüm geçerlilik ve güvenilirlik şartları sağlanmıştır.

Analiz sonrası tespit edilen değişkenler ve maddeleri şöyledir;

Faktör 1 → Marka Kalitesi (MG1-2-4 ile MP1-3-4)

Faktör 2 → Marka Farkındalığı (MF1-3-4)

Faktör 3 → Marka Sadakati (MS1-2-3)

Faktör 4 → Yatırım Yapma Niyeti (YYN1-2)

Faktör 5 → Algılanan Risk (AR1-2-3-4)

4.9.4.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi ile Geçerlilik ve Güvenilirlik Analizlerinin Doğrulanması

Öncelikle tüm ölçekler için ölçüm modelleri oluşturulmuş ve test edilmiştir. Bunlardan marka kişiliği ölçeği ikinci seviye (2nd order), diğer ölçekler birinci seviye (gizil değişken ve göstergeleri) olarak yapılandırılmıştır. Ardından tüm ölçekler aralarında kovaryans ilişkisi kurularak doğrulayıcı faktör analizine tabi tutulmuştur. Tüm gizil değişkenlerle gözlenen değişkenlerin aralarında en az 0,50 madde faktör yükü olması şartı aranmıştır. Bu koşulu sağlamayan marka kişiliği ölçeğinin Sadelik, Sorumluluk ve Duyarlılık boyutları ölçekten çıkarılarak ölçek tek boyut olarak (Hareketlilik) ölçülmüştür.

Ayrıca aynı gerekçe ile marka kalitesi ölçeğinden MG1, MP3-4 maddeleri ile algılanan risk ölçeğinden AR2-3 maddeleri elenerek yapısal modelde kullanılmamalarına karar verilmiştir. Analiz sonrası model uyumu ile bileşik güvenilirlik ve geçerlilik analizleri Tablo 59 ve 60'da sunulmuştur.

Tablo 59: Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Model Uyumu

Uyum İndeksleri	Varsayılan Model (Default Model)
Ki-Kare (CMIN)	330,511
Serbestlik Derecesi (DF)	118
Anlamlılık (Sig.)	0,00
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (χ^2/df)	2,801
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,915
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,903
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,936
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,935
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,068

DFA sonucu χ^2/sd değeri (2,80) modelin iyi uyuma sahip olduğunu göstermektedir. Diğer tüm uyum indeksleri 0,90 değerinin üstünde tespit edilmiştir. RMSEA değeri 0,05 değerinin üstünde olmasına rağmen, diğer indekslere bakıldığında model uyumunun kabul edilebilir olduğu düşünülmektedir.

Model uyum iyiliğinin kontrolünden sonra modelin bütün olarak bileşik güvenilirlik ve geçerliliğine bakılmıştır. Tablo 60'da özet değerler sunulmuştur.

Tablo 60: Doğrulayıcı Faktör Analizi Sonucu Geçerlilik ve Güvenilirlik Özetleri

	CR	AVE	MSV	ASV	Hareketlilik	M Güveni-Performansı	Marka Sadakati	Algılanan Risk	Yat. Yap. Niyeti	Marka Farkındalığı
Hareketlilik	0,881	0,598	0,158	0,059	0,774*					
Marka Güveni-Perfo	0,741	0,501	0,391	0,245	0,298	0,700*				
Marka Sadakati	0,790	0,556	0,389	0,191	0,398	0,624	0,746*			
Algılanan Risk	0,747	0,597	0,558	0,211	-0,077	-0,625	-0,289	0,772*		
Yatırım Yapma Niyeti	0,804	0,674	0,558	0,260	0,188	0,584	0,569	-0,747	0,821*	
Marka Farkındalığı	0,828	0,617	0,042	0,017	0,086	0,127	0,043	-0,132	0,206	0,785*

CR: Composite Reliability (Bileşik Güvenilirlik) > 0,60

AVE: Average Variance Extracted (Açıklanan Ortalama Varyans) > 0,50

MSV: Maximum Shared Variance (Maksimum Paylaşılan Varyans) < AVE

ASV: Average Shared Variance (Ortalama Paylaşılan Varyans) < AVE

* = $\sqrt{\text{AVE}}$ (Açıklanan ortalama varyansın karekökü) > faktörler arası korelasyonlar

Araştırmada kullanılan ölçeklerin bileşik güvenilirlik katsayıları (CR), 0,70 değerinin üstünde oldukça yüksek güvenilirlik oranlarına işaret etmektedir.

Yakınsama geçerliliğinin en önemli göstergesi olarak, tüm ölçeklere ait açıklanan ortalama varyans (AVE) değerinin 0,50'nin üstünde olduğu görülmektedir.

Ayrım Geçerliliğini kanıtlayan 3 şartın (MSV<AVE; ASV<AVE; \sqrt{AVE}) faktörler arası korelasyonlar) sağlandığı görülmektedir.

4.9.4.4. Geçerliliği ve Güvenilirliği Belirlenen Ölçekler ve Maddeleri

Uygulanan doğrulayıcı faktör analizi sonucu güvenilirlik ve geçerlilikleri belirlenen ölçekler ve maddeleri, özet olarak Tablo 61'de sunulmuştur.

Tablo 61: Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizi Özetleri

Ölçek	İfade
Marka Kişiliği (Hareketlilik)	1) Dinamik
	2) Aktif/Etkin
	3) Yenilikçi
	4) Agresif/Saldırgan
	5) Cesur
Marka Farkındalığı	1) Borsa İstanbul' un varlığından ve etkinliğinden haberdarım.
	2) Borsa İstanbul hakkında fikir sahibiyim.
	3) Borsa İstanbul'a yönelik reklam ve tanıtımlardan haberdarım.
Marka Kalitesi	6) Borsa İstanbul'un güvenilir bir yatırım platformu olduğu kanısındayım.
	7) Borsa İstanbul, beklentilerimi karşılayan bir yatırım platformudur.
	3) Borsa İstanbul'un genel performansını yüksek olduğunu düşünüyorum.
Marka Sadakati	1) Hisse senedine yatırım yapmak istesem, Borsa İstanbul ilk tercihim olur /olurdu.
	2) Finansal yatırım konusunda Borsa İstanbul'a sadık olduğumu düşünüyorum.
	3) Bir yakınım / arkadaşım yatırım platformu konusunda tavsiyemi istese, Borsa İstanbul' u öneririm.
Algılanan Risk	1) Borsa İstanbul' da yatırım yapma düşüncesi, zarara uğrayabileceğim konusunda beni tedirgin ediyor.
	2) Genel olarak, Borsa İstanbul' da yatırım yapmayı riskli buluyorum.
Yatırım Yapma Niyeti	1) Gelecekte Borsa İstanbul'da yatırım yapma olasılığım yüksektir.
	2) Finansal yatırım yapmaya karar verdiğimde, paramı Borsa İstanbul' da değerlendiririm.

4.9.4.5. Ortak Yöntem Varyansı Sorunu

Araştırma sonuçlarının geçerliliğini tehdit eden ortak yöntem varyansı sorununun olup olmadığının tespiti için Harman'ın Tek Faktör Testi uygulanmış ve tüm ölçek maddeleri, döngüsüz açıklayıcı faktör analizine tabi tutulmuştur. Sonuçlar Tablo 62'da gösterilmiştir.

Tablo 62: Döngüsüz Faktör Analizi Sonucu Açıklanan Toplam Varyans

Faktör	Başlangıç Özdeğeri			Faktör Yüklerinin Kareleri Toplamı		
	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde	Toplam	Varyansın Yüzdesi	Kümülatif Yüzde
1	5,039	27,992	27,992	4,606	25,590	25,590
2	3,012	16,731	44,723	2,643	14,681	40,271
3	2,246	12,476	57,199	1,862	10,344	50,615
4	1,412	7,844	65,043	1,004	5,580	56,195
5	1,040	5,775	70,818	,605	3,361	59,556
6	,667	3,707	74,526			
7	,587	3,259	77,785			
KMO = ,817						
Bartlett Küresellik Testi		-Ki-kare = 3358,98 -sd = 153 -p. = ,000				

Araştırma ölçeklerine ait maddeler birçok faktör altında toplanmış, ayrıca toplam varyansın önemli bir kısmını (örneğin %50'den fazlasını) açıklayan tek bir faktör bulunmamıştır. En büyük özdeğere sahip ilk faktör varyansın %25,5'ini açıklamaktadır. Tespit edilen ölçeklere dair ortak yöntem varyansı sorunu olmadığı yorumu yapılmıştır.

4.9.5. İrlanda Pay Piyasası'na Yatırım Yapma Niyetinin Belirleyicilerine Yönelik Yapısal Eşitlik Modellemesi

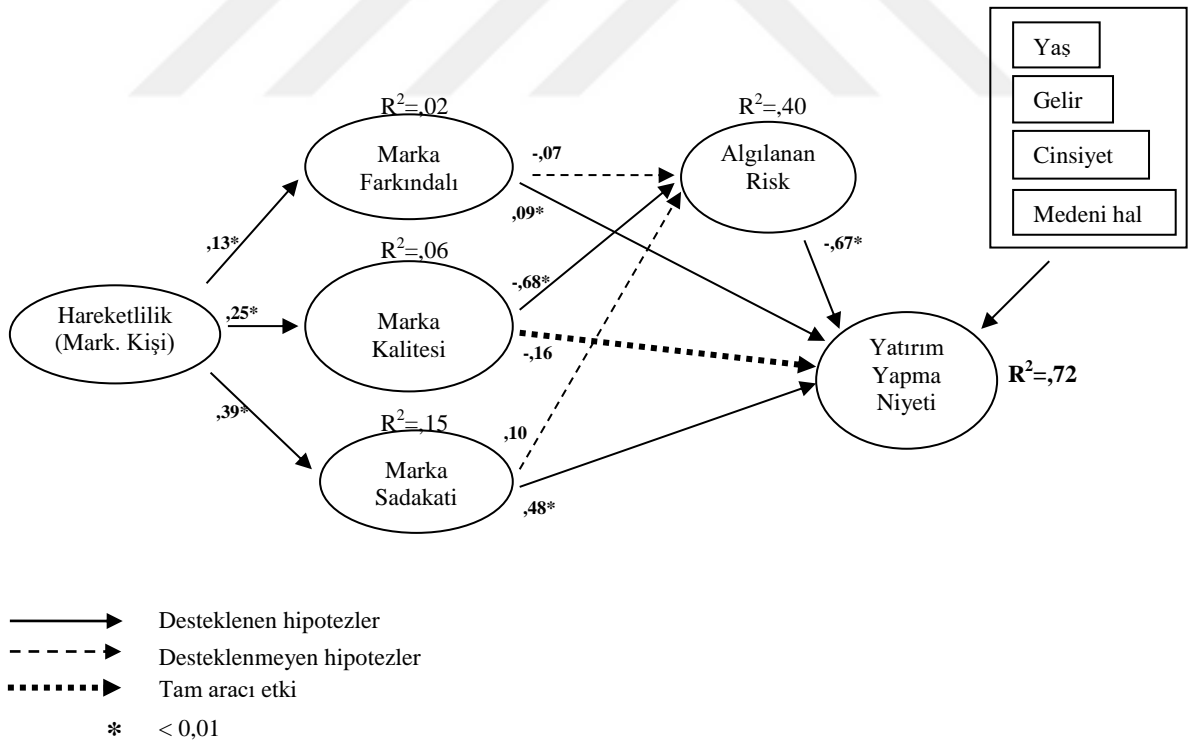
Araştırmanın İrlanda uygulamasında öngörülen değişkenler arası ilişkiler, yapısal eşitlik analizi ile test edilmiştir. Ayrıca araştırma yapısal modeli, farklı demografik gruplar arasında karşılaştırılarak benzerlik ve farklılıklar belirlenmeye çalışılmıştır.

4.9.6. Algılanan Riskin Aracı Etkisinin (Mediator) Yapısal Eşitlik Modellemesi ile Test Edilmesi

Araştırma modelinde test edilen aracı etkinin tespitinde Baron ve Kenny (1986) yaklaşımı temel alınmıştır. Ortaya çıkan etkinin anlamlılığının tespitinde Bootstrapping yöntemi kullanılmış, ayrıca sonuçlar Sobel testine tabi tutularak iki kez kontrolleri sağlanmıştır.

Araştırma yol diyagramı (path diagram) Şekil 15'te sunulmuştur. Marka kişiliği, dışsal değişken (exogenous); marka değeri belirleyicileri, algılanan risk ve yatırım yapma niyeti, içsel değişkenler (endogenous) olarak yapılandırılmıştır.

Şekil 15: Araştırma Değişkenleri Arası İlişkileri Gösteren Yol Diyagramı (Standardize Edilmiş Regresyon Ağırlıkları ile)



4.9.6.1. Yapısal Modele Yönelik Uyum İstatistikleri

Araştırmanın yapısal modeline yönelik uyum istatistikleri Tablo 63'te sunulmuştur.

Tablo 63: Yapısal Model Uyum İstatistikleri

Uyum İndeksleri	Varsayılan Model (Default Model)
Ki-Kare (CMIN)	434,543
Serbestlik Derecesi (DF)	186
Anlamlılık (Sig.)	0,00
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (X^2/df)	2,336
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,910
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,884
Tucker-Lewis İndeksi (TLI ya da NNFI)	0,912
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,930
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,929
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,058

İrlanda örnekleme ait yapısal model uyumunun göstergelerinden olan x^2/sd istatistiğinin 2,33 değerinde olması model uyumunun oldukça iyi olduğunu göstermektedir. Modele ait diğer uyum istatistikleri 0,90 değerinin üstünde bulunmuştur. Sadece normlandırılmış uyum indeksi 0,88 değerine sahip olmakla birlikte, 0,90 sınırına oldukça yakındır. Ayrıca yaklaşık hataların ortalama karekökü (RMSEA) değerinin 0,05 değerinde olması da iyi uyumu göstermektedir. Özetle yapısal modele ait uyum istatistikleri modelin varsayılan model ile iyi uyum sergilediğine işaret etmektedir.

Katılımcıların risk algılarını ve dolayısıyla araştırmanın bağımlı değişkeni olan pay piyasasına yatırım yapma niyetini etkileyebileceği düşüncesiyle, örnekleme ait yaş, cinsiyet, gelir ve medeni hal demografik değişkenleri kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmiş ve etkileri minimize edilmeye çalışılmıştır.

Yapısal eşitlik analizi esnasında, bazı modifikasyon indekslerine başvurulmuş ve bazı ölçek maddeleri arasında kovaryans ilişkisi kurulmuştur. Bunlar marka kişiliği ölçeğinin Saldırgan ve Cesur maddeleri ile marka sadakati ölçeğinin MS1 ve 2 maddeleri arasındadır. Örneklem tarafından birbirine yakın aldıkları düşünülen söz konusu maddeler aynı ölçek içinde yer almaktadırlar.

4.9.6.2. Değişkenler Arası İstatistikler

Yapısal modele ait standardize edilmemiş regresyon ağırlıkları, tahmin, standart hata, kritik oran ve istatistiksel anlamlılık değerleri Tablo 64’de sunulmuştur.

Tablo 64: Yapısal Modele İlişkin Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Tahmin	Standart Hata	Kritik Oran	Anlamlılık
Marka Farkındalığı	Hareketlilik	0,172	0,075	2,287	***
Marka Kalitesi	Hareketlilik	0,177	0,044	4,014	***
Marka Sadakati	Hareketlilik	0,371	0,061	6,029	***
Algılanan Risk	Marka Kalitesi	-1,179	0,186	-6,348	***
Algılanan Risk	Marka Sadakati	0,123	0,121	1,018	0,309
Algılanan Risk	Marka Farkındalığı	-0,063	0,056	-1,141	0,254
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Farkındalığı	0,083	0,041	2,018	***
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Kalitesi	-0,269	0,181	-1,484	0,138
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Sadakati	0,601	0,106	5,666	***
Yatırım Yapma Niyeti	Algılanan Risk	-0,669	0,093	-7,228	***

***< 0,01

Bootstrap yöntemi kullanılan yapısal eşitlik analizi sonucunda, algılanan risk ve marka kalitesi arasında negatif yönlü ve anlamlı; algılanan risk ve marka farkındalığı arasında negatif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişki tespit edilmiştir.

Ayrıca yatırım yapma niyeti ile marka kalitesi negatif yönlü ve anlamlı olmayan; yatırım yapma niyeti ile algılanan risk arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Marka sadakati-algılanan risk arasındaki pozitif yönlü ancak anlamlı olmayan ilişki dışında diğer tüm ilişkiler pozitif yönlü ve anlamlıdır.

4.9.6.3. Yapısal Modeldeki Değişkenler Arası İlişkiler

Tablo 64’de görüldüğü gibi, marka kişiliği, Hareketlilik boyutu ile temsil edilmektedir. Hareketlilik ve saldırganlık boyutlarına ait sıfatların tek boyut altında kümelenecek oluşturduğu bu boyut neticesinde marka kişiliği ölçeği birinci seviye (1st

order) olarak analize dahil edilmiş, dolayısıyla marka kişiliği ile diğer değişkenler arasında öngörülen ilişkiler Hareketlilik boyutu olarak güncellenmiştir.

İrlanda pay piyasasına yönelik marka kişiliğini ifade eden hareketlilik boyutunun AFA sonrası belirlenen marka değeri belirleyicilerini pozitif yönlü ve anlamlı şekilde etkilediği görülmektedir. En güçlü ilişki ise hareketlilik ve marka sadakati arasında belirlenmiştir (0,39; $p.<0,01$). Bunu marka kalitesi takip ederken (0,25; $p.<0,01$), üçüncü sırada ise marka farkındalığı gelmektedir (0,013; $p.<0,01$). Buna göre örneklemin pay piyasasına yönelik hareketlilik algısı arttıkça (azaldıkça), öncelikle piyasaya yönelik marka sadakatinin, daha sonra ise marka kalitesi ve marka farkındalığının artacağı (azalacağı) sonucuna varılmıştır (H_1 , H_3 , H_4 ve H_5 desteklendi). Ayrıca hareketlilik kişilik özelliğinin, marka sadakati değişkenindeki varyansı açıklama yüzdesi (R^2) %15 olarak en yüksek değerdir.

Özetle, İrlanda Pay Piyasası'na yönelik hareketlilik kişilik özelliği algısı arttıkça, piyasaya yönelik öncelikle marka sadakati, ardından güveni-performansı ve marka farkındalığı algıları da artmaktadır. Marka kişiliği değişkeninin en güçlü etkisi, marka sadakati değişkeni üzerine olmaktadır.

Hareketlilik boyutu ile marka çağrışımı değişkenleri arasında ise bir ilişki tespit edilmemiştir (H_2 desteklenmedi).

Diğer hipotezler ve değişkenler arası ilişkiler, aracı ilişki kapsamında bir sonraki bölümde incelenmiştir.

4.9.6.4. Algılanan Riskin Aracı Etkisi

Bireylerin İrlanda Pay Piyasasına yönelik marka algıları ile yatırım yapma niyetleri arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı etkisi, Baron ve Kenny yaklaşımı temel alınarak test edilmiştir. Tespit edilen ilişkilerin istatistiksel önemi ise Sobel testi ve bootstrapping metodu ile kontrol edilmiştir. Baron ve Kenny yaklaşımının şartlarının sağlanıp sağlanmadığı Tablo 65'de sunulmuştur.

Tablo 65: Aracı Etki (Baron ve Kenny Metodu)

		Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Standardize Regresyon	Anlamlılık
Algılanan Risk dahil edilmeden*	c ₁ yolu	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	0,098	***
	c ₂ yolu	Marka Kalitesi	Yatırım Yapma Niyeti	0,029	***
	c ₃ yolu	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	0,409	***
Algılanan Risk dahil edildiğinde	a ₁ yolu	Marka Farkındalığı	Algılanan Risk	-0,071	<u>0,254</u>
	b ₁ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-0,673	***
	c ₁ yolu	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	0,094	***
	a ₂ yolu	Marka Kalitesi	Algılanan Risk	-0,683	***
	b ₂ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-0,673	***
	c ₂ yolu	Marka Kalitesi	Yatırım Yapma Niyeti	-0,156	0,138
	a ₃ yolu	Marka Sadakati	Algılanan Risk	0,098	<u>0,309</u>
	b ₃ yolu	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	-0,673	***
c ₃ yolu	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	0,479	***	

*** < ,01
* Model Uyum İstatistikleri: $\chi^2/sd=2,43$; GFI=,932; NFI=,922; RFI=,901; IFI=,953; TLI=,939; CFI=,952; RMSEA=0,06

Baron ve Kenny yaklaşımına göre, aracı değişken analize dahil edilmeden c yolunun anlamlı olması gerekmektedir. Tablo 65’te görüldüğü gibi aracı değişken öncesi tüm yollar (c₁,c₂,c₃ yolları) %99 anlamlılık seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Yani tüm marka değeri belirleyicileri pozitif ve anlamlı olarak yatırım yapma niyetini etkilemektedir. En güçlü pozitif etki ise marka sadakati tarafından sağlanmaktadır (0,40; p.<0,01). Dolayısıyla risk değişkeni dahil edilmeden, güçlü bir marka sadakati, marka farkındalığı ve marka kalitesi algısı, güçlü bir marka değeri ortaya çıkarmaktadır, sonucuna varılabilir (H_{6b}, H_{8b}, H_{9b}, H_{10b} desteklendi).

Baron ve Kenny yaklaşımına göre, aracı değişken analize dahil edildikten sonra a yolunun da anlamlı olması gerekmektedir. Buna göre, algılanan risk değişkeni ile marka farkındalığı değişkeni arasında negatif yönlü (-0,07; p.=0,254); marka sadakati ile ise pozitif yönlü (0,098) ilişkiler tespit edilmesine karşın bu ilişkiler yapısal model kapsamında anlamlı bulunmamıştır (p.=0,309) (H_{6a} ve H_{10a} desteklenmedi). Yani marka farkındalığının ve marka sadakatinin, algılanan risk üzerinde olumlu ya da olumsuz herhangi bir etkisinden bahsetmek mümkün değildir. Bu koşullar altında (a şartı sağlanmadığı için) marka farkındalığı ve marka sadakati değişkenleri ile yatırım yapma

değişkeni arasında algılanan riskin aracı etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır (H₆ ve H₁₀ desteklenmedi).

Marka değeri belirleyicileri arasında marka kalitesi değişkeninin algılanan risk faktörünü en kuvvetli, negatif yönlü ve anlamlı (-0,68; p.<0,01) etkileyen değişken olduğu görülmektedir. Buna göre, örneklemin piyasaya karşı marka kalitesi arttıkça aynı örneklemin risk algısında en büyük düşüş yaşanmaktadır (H_{8a} ve H_{9a} desteklendi).

Öngörüldüğü şekilde, algılanan risk ile yatırım yapma niyeti değişkeni arasında, negatif yönlü ve anlamlı ilişki (-,67; p.<0,01) tespit edilmiştir. Katılımcıların piyasaya karşı risk algıları arttıkça piyasaya yatırım yapma niyetler önemli ölçüde azalmaktadır (H_{6c} desteklendi). Ayrıca yapısal model kapsamında algılanan risk değişkenindeki varyansın, marka değeri belirleyicileri tarafından açıklanma yüzdesi %40 olarak oldukça yüksek değerde tespit edilmiştir.

Algılanan risk değişkeni dahil edilmeden, [tüm şartları sağlayan] marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki pozitif anlamlı ilişki (0,029; p<0,01), algılanan risk dahil edildikten sonra anlamlılığını yitirmiştir (-,0156; p.=0,138). Marka kalitesi ile algılanan risk ve algılanan risk ile yatırım yapma niyeti değişkenleri arasındaki ilişkiler ise anlamlılığını korumuştur. Sonuç olarak, örneklemin İrlanda Pay Piyasası'na karşı algıladığı risk, marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide tam aracı etkiye sahiptir.

Marka çağrışımı ölçeği ise daha önceki analizlerde elendiği için aracı etkinin varlığından bahsetmek mümkün değildir (H₇, H_{7a}, H_{7b}, desteklenmedi).

Tespit edilen tam aracı etkinin istatistiksel olarak anlamlılığı, Sobel testi ve bootstrapping yöntemleriyle ayrı ayrı test edilmiş, sonuçlar Tablo 66'da sunulmuştur.

Tablo 66: Aracı Etki Anlamlılığına Yönelik Bootstraping ve Sobel Test İstatistikleri

Test Edilen İlişki			Sobel Testi		Bootst.
Bağımsız Değişken	Aracı Değişken	Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	p.	p.
Marka Kalitesi	Algılanan Risk	Yatı. Yap. Niyeti	3.27458614	0.00105817	0,001

Marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasında öngörülen algılanan riskin tam aracı etkisi, hem Sobel testi hem de bootstraping anlamlılığı ile onaylanmıştır ($p.<0,01$). Buna göre, katılımcılar, piyasaya yönelik marka kalitesi algıları ne olursa olsun, risk algıladıklarında yatırım yapma niyetleri ortadan kalkmaktadır (H_8 ve H_9 desteklendi). Modeldeki algılanan risk değişkenindeki varyansın %40'ının direkt olarak bu değişken ve dolaylı olarak marka kişiliği tarafından açıklandığı göz önünde bulundurulduğunda İrlanda örnekleme için piyasaya yönelik hareketlilik, güven, performans algıları ve risk arasındaki negatif yönlü ilişki dikkat çekicidir. Bu aracı etkinin, yaş, gelir, cinsiyet, medeni hal gibi demografik değişkenlerin etkileri kontrol edilerek tespit edildiğinin altının çizilmesinde fayda vardır. Dolayısıyla analiz esnasında bu değişkenlerin birinden ya da hepsinden kaynaklı olabilecek herhangi bir etkinin önüne geçilmiştir.

Yapısal modelde altı çizilmesi gereken diğer önemli nokta, bağımlı değişken olan yatırım yapma niyetindeki varyansın değişkenler tarafından açıklanan yüzdesidir. R^2 olarak ifade edilen bu değer, %72 gibi sosyal bilimler için oldukça yüksek sayılabilecek bir değer aldığı görülmektedir. Buna göre, İrlanda Pay Piyasası'na yönelik algılanan hareketlilik (dinamik, etkin, yenilikçi, agresif, cesur) kişilik özelliği, öncelikle marka sadakati daha sonra marka kalitesi ve marka farkındalığına etki etmekte, algılanan risk ise marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti arasında tam aracı rol oynamaktadır.

4.9.7. Aracı Etkiye Yönelik Demografik Gruplar Arası Karşılaştırmalar

Yapısal modeldeki ilişkiler katılımcıların yaş, gelir, cinsiyet, medeni hal gibi demografik değişkenlerinin etkileri minimize edilerek ölçülmüştür. Ancak bu değişkenlerin aynı katılımcı grubu üzerinde ne tür etkilerinin olabileceği ayrı bir araştırma konusudur. Kişisel özelliklerin yatırım yapma davranışını etkilediğine dair bir çok araştırma bulunmakta, değişkenlerin etkilerinin ise farklı örneklemler dahilinde ve ilişkiler ağında farklılaşabileceği öngörülmektedir. Buna göre araştırma yapısal modeli, bu

demografik değişken grupları arasında ayrı ayrı test edilmiş ve farklılıklar belirlenmeye çalışılmıştır.

İrlanda Pay Piyasası'na yatırım davranışı özelinde, farklılıkları incelenecek gruplar şunlardır;

Yatırım yapma durumu	→	Yatırım yapanlar (148 kişi), Yatırım yapmayanlar (248 kişi)
Cinsiyet	→	Kadın (167), Erkek (215)
Yaş	→	40 yaş ve altı (121), 40 yaş üstü (275)
Medeni hal	→	Evli (164), Bekar (95)
Aylık gelir	→	4000€ ve altı (186), 4000€ üstü (210)

Her bir özelliğe göre yapısal modelin uyum istatistikleri Tablo 67'de, yolların istatistiksel anlamlılığı ise Tablo 68'de sunulmuştur.

Tablo 67: Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Yapısal Model Uyum İstatistikleri

Uyum İndeksleri	Yatırım Durumu	Cinsiyet	Yaş	Medeni Hal	Gelir
	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model	Varsayılan Model
Ki-Kare (CMIN)	577,017	612,962	708,743	616,709	628,548
Serbestlik Derecesi (DF)	242	244	244	244	244
Anlamlılık (Sig.)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ki-Kare / Serbestlik Derecesi (χ^2/df)	2,384	2,512	2,905	2,527	2,576
Uyum İyiliği (Goodness of Fit Index, GFI)	0,863	0,857	0,841	0,849	0,853
Normlandırılmış Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)	0,841	0,835	0,813	0,828	0,831
Artan Uyum İndeksi (Incremental Fit Index, IFI)	0,901	0,894	0,869	0,888	0,890
Tucker-Lewis İndeksi (TLI ya da NNFI)	0,873	0,864	0,832	0,857	0,859
Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fit Index, CFI)	0,900	0,892	0,866	0,886	0,888
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0,059	0,063	0,070	0,065	0,063

Tablo 68: Demografik Karşılaştırmalara Yönelik Standardize Tahmin, Standart Hata, Kritik Oran ve İstatistiksel Anlamlılık Değerleri

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Anlamlılık (p.)									
		Yatırım Durumu		Cinsiyet		Yaş		Medeni Hal		Gelir	
		Yatırım yapmış	Yatırım yapmamış	Kadın	Erkek	≤40	>40	Evli	Bekar	≤4000€	>4000€
Marka Farkındalığı	Hareketlilik	<u>0,865</u>	<u>0,053</u>	0,010	<u>0,345</u>	<u>0,764</u>	0,012	<u>0,38</u>	<u>0,793</u>	0,035	<u>0,287</u>
Marka Kalitesi	Hareketlilik	<u>0,104</u>	***	***	0,028	<u>0,209</u>	***	***	<u>0,752</u>	***	0,009
Marka Sadakati	Hareketlilik	0,014	***	***	***	***	***	***	<u>0,539</u>	0,004	***
Algılanan Risk	Marka Kalitesi	***	***	***	***	***	***	***	0,001	***	***
Algılanan Risk	Marka Sadakati	0,020	<u>0,592</u>	***	0,018	<u>0,088</u>	<u>0,302</u>	<u>0,643</u>	<u>0,321</u>	0,008	<u>0,131</u>
Algılanan Risk	Marka Farkındalığı	0,002	0,018	<u>0,518</u>	<u>0,397</u>	<u>0,405</u>	<u>0,106</u>	<u>0,104</u>	<u>0,735</u>	<u>0,455</u>	<u>0,138</u>
Yatırım Yapma Niyeti	Algılanan Risk	<u>0,209</u>	***	***	***	0,018	***	***	0,001	***	0,002
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Farkındalığı	<u>0,666</u>	<u>0,350</u>	<u>0,375</u>	<u>0,113</u>	<u>0,351</u>	0,045	<u>0,142</u>	<u>0,114</u>	<u>0,433</u>	<u>0,077</u>
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Kalitesi	<u>0,387</u>	<u>0,133</u>	<u>0,284</u>	<u>0,753</u>	<u>0,710</u>	<u>0,854</u>	<u>0,108</u>	<u>0,167</u>	<u>0,705</u>	<u>0,301</u>
Yatırım Yapma Niyeti	Marka Sadakati	<u>0,936</u>	***	0,015	***	***	***	***	<u>0,057</u>	***	0,002

Tablo 67’de sunulmuş olan, karşılaştırılan demografik özelliklere ait χ^2/sd değerleri, tüm modellerin oldukça iyi uyuma sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca RMSEA değerlerinin hepsi kabul edilebilir uyuma işaret ederken, diğer uyum istatistikleri 0,80 değerinin üstündedir. Sonuç olarak, karşılaştırılan gruplara ait uyum istatistiklerinin yeterli olduğunu karar verilerek, değişkenler arası ilişkilere geçilmiştir.

Tablo 68’deki yol analizleri incelendiğinde, hareketlilik kişilik özelliğinin marka farkındalığını etkilediği demografik grupların kadınlar, 40 yaş üstü katılımcılar ve 4000€ altında gelire sahip olan katılımcılar olduğu görülmektedir. Hareketlilik algısındaki artışın (azalışın) marka kalitesi değişkeninde benzer şekilde artış (azalış) meydana getirdiği gruplar, daha önce yatırım yapmamış olanlar, kadınlar ve erkekler, 40 yaş üzeri katılımcılar, evli olanlar ve her iki gelir grubundaki katılımcılardır. Hareketlilik – marka sadakati ilişkisinde ise, bekar katılımcılar dışındaki tüm demografik alt grupların pozitif ve anlamlı şekilde etkilendiği görülmektedir. Buna göre, İrlanda Pay Piyasasına yönelik hareketlilik marka kişilik algısı, pozitif yönde ve anlamlı olarak en çok marka sadakati değişkenini etkilerken, en az marka farkındalığı üzerinde etkili görünmektedir.

Marka değeri belirleyicileri ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı etkisi demografik alt gruplar açısından, aşağıdaki tablolarda ayrı ayrı sunulmuştur. Tablolar üzerinde sadece anlamlı ilişkiler koyu olarak işaretlenmiştir.

Aracı etkinin katılımcıların daha önceden yatırım yapıp yapmama durumuna göre etkisi Tablo 69’da gösterilmiştir.

Tablo 69: Katılımcıların Yatırım Durumuna Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Yatırım Durumu	Yatırım yapan	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,614	0,008	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,127	<u>0,141</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,009	<u>0,961</u>	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,412	0,387	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,058	0,666	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	-0,024	0,936	
	Yatırım yapmayan	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,223	0,008	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	-0,062	<u>0,315</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,531	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,146	0,133	0,001
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,055	0,350	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,511	***	

Daha önceden herhangi bir pay senedi yatırımı yapmamış olan katılımcıların İrlanda Pay Piyasası'na yönelik marka kalitesi ile yatırım yapma niyetleri üzerinde, algılanan riskin tam aracı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Grubun 0,22 regresyon değerinde ve $p=0,008$ düzeyinde anlamlı ilişkisi, aracı değişkenin dahil edilmesinden sonra -0,146 regresyon değerine gerileyip istatistiksel olarak anlamlılığını yitirmiştir ($p=0,133$). Ayrıca uygulanan bootstrapping metodu aracı ilişkinin anlamlı olduğunu kanıtlar niteliktedir ($p=0,001$). Dolayısıyla, katılımcıların pay piyasasına yönelik marka kalitesi algıları ne olursa olsun, risk algılamaları durumunda yatırım yapma niyetleri kaybolmaktadır.

Diğer değişkenler arası ilişkilerde algılanan riskin aracı etkisine yönelik Baron ve Kenny yaklaşımının şartları oluşmadığı için, etkinin varlığından bahsedilemez.

Tablo 70: Katılımcıların Cinsiyetine göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Cinsiyet	Kadın	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,367	0,028	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,038	<u>0,623</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,239	<u>0,116</u>	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,393	0,284	0,008
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,069	0,375	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,704	0,015	
	Erkek	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,300	0,002	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,106	<u>0,096</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,478	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,032	0,753	0,002
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,096	0,113	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,333	***	0,088

Tablo 70’de görüldüğü gibi marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin tam aracı etkisi hem kadın (p.=0,008) hem de erkek katılımcılar (p.=0,002) için tespit edilmiştir. Buna göre, katılımcıların cinsiyetlerinden bağımsız olarak İrlanda Pay Piyasasına karşı risk algılamaları durumunda, marka kalitesi algıları ne olursa olsun, piyasaya yatırım yapma niyetleri kaybolmaktadır.

Erkek katılımcıların marka sadakatinde de algılanan risk dahil edildikten sonra düşüş olmasına karşın, ilişki bootstrapping analizinde anlamlı bulunmamıştır (p.=0,08). Dolayısıyla marka sadakati – yatırım yapma niyeti ilişkisinde algılanan riskin aracı etkisinden bahsedilemez.

Tablo 71: Katılımcıların Yaşına Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Yaş	≤ 40 yaş	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,485	***	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,107	<u>0,201</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,571	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,081	0,710	0,184*
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,075	0,351	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,486	***	0,292
	> 40 yaş	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,381	***	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,142	0,030	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,335	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,015	0,854	0,001
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,118	0,045	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,357	***	
* Sobel Test İstatistiği = 0.22921580 Anamlılık (p.) = 0.81870119								

Tablo 71'e bakıldığında, 40 yaş üstü katılımcılar için marka kalitesi ve İrlanda Pay Piyasasına yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide, bireylerin algıladıkları riskin tam aracı etkiye sahip olduğu görülmektedir (p.=0,001). 40 yaş altı grup için aynı ilişki değerinde düşüş olup anlamlılığını yitirse de, aracı etki bootstrapping ve Sobel testi yöntemlerinde anlamlı bulunmamıştır (p.=0,18 ve sobel testi p.=0,81). Dolayısıyla bu grup için aracı etkiden bahsedilemez. Benzer bir durum marka sadakati – yatırım yapma niyeti arasında da gözlemlenmiş, ancak aracı etki anlamlı bulunmamıştır (p.=0,29).

Tablo 72: Katılımcıların Medeni Durumuna Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Medeni Hal	Evli	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,213	0,016	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,109	<u>0,056</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,526	***	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,175	0,108	0,001
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,081	0,142	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,557	***	
	Bekar	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,553	0,013	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,123	<u>0,246</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,092	<u>0,573</u>	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,646	0,167	0,001
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,171	0,114	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,414	0,057	

Tablo 72’de algılanan riskin evli ve bekar katılımcılar arasındaki analizi görülmektedir. Marka kalitesi ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin tam aracı etkisi, her iki alt grup için de 0,001 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Diğer değişkenler arası ilişkilerde aracı etkinin varlığından bahsedilemez. Buna göre medeni durumdan bağımsız olarak, İrlanda örnekleminin risk algılaması durumunda, marka kalitesi algısı ne olursa olsun pay piyasasına yatırım yapma niyeti kaybolmaktadır.

Tablo 73: Katılımcıların Aylık Gelirine Göre Algılanan Riskin Aracı Etkisi

				Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Std. Reg	p.	Bootst.
Aylık Gelir	≤4000€	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,182	<u>0,108</u>	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,071	<u>0,415</u>	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,307	0,019	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,042	0,705	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,063	0,433	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,434	***	
	>4000€	Algılanan Risk dahil edilmeden	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	0,471	***	
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,145	0,016	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,250	0,026	
		Algılanan Risk dahil edildiğinde	c ₁ yolu	Marka Kalitesi	Y.Y. Niy.	-0,324	0,301	0,002
			c ₂ yolu	Marka Farkındalığı	Y.Y. Niy.	0,125	0,077	
			c ₃ yolu	Marka Sadakati	Y.Y. Niy.	0,455	0,002	

Son olarak algılanan riskin aracı etkisinin, aylık gelir faktörüne göre farklılık gösterip göstermediğine bakılmıştır. Tablo 73’de görüldüğü gibi 0,47 regresyon değerinde istatistiksel olarak anlamlı olan marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki, risk faktörünün dahil edilmesinden sonra -0,32 regresyon değerine gerileyip anlamlılığını kaybetmiştir (p.=0,30). Buna göre algılanan riskin tam aracı etkisinden bahsetmek mümkündür. Ayrıca etki bootstrapping analizinde anlamlı sonuç vermiştir (p.=0,002). Buna göre, İrlanda örnekleminin gelir seviyesindeki artışın, onları risk faktörüne daha duyarlı hale getirdiğinden bahsetmek mümkündür. Yani, aylık gelir düzeyi 4001€ üstündeki grubun marka kalitesi algıları algılanan riskle birlikte düşmekte ve pay piyasasına yatırım yapma niyetleri kaybolmaktadır.

Özetle, İrlanda Pay Piyasasına karşı örneklemin algıladığı risk faktörünün en belirgin etkisi, marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide tespit edilmiştir. Daha önce yatırım yapanlar, 40 yaş ve altında olanlar ile 4000€ ve altı aylık gelire sahip olanlar dışındaki tüm demografik alt gruplar risk algılamaları durumunda, İrlanda Pay Piyasasına yönelik marka kalitesinin yatırım yapma niyeti üzerindeki olumlu etkisi kaybolmaktadır. Buna göre, bu grupların marka güvenlerini artırarak yatırıma yönlendirmenin öncelikli şartının, bu grubun risk algısını düşürmekten geçtiği sonucuna varmak mümkündür.

Sonuç olarak, demografik alt gruplara yönelik algılanan riskin aracı etkisinin bazı demografik alt gruplarda aranabilirken bazılarında şartların sağlanmamasından dolayı aranmaması; etkinin bazı gruplarda istatistiksel anlamlı olarak bulunurken, diğerlerinde anlamlı bulunmaması dolayısıyla etkinin her grup özelinde farklılaştığından bahsetmek mümkündür (H_{11} , H_{13} , H_{14} , H_{15} desteklendi. H_{12} desteklenmedi).

4.9.8. Hipotez Testlerinin Özet Sonuçları

İrlanda örnekleminde ait, yapısal eşitlik modellemesi ile test edilen araştırma hipotezlerinin özet tablosu aşağıda sunulmuştur.

Tablo 74: Hipotez Testi Sonuçları Özet Tablosu

Hipotez	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Anlamlılık	Hipotez Testi Sonucu
H ₁	Marka Kişiliği	Marka Farkındalığı	***	Desteklendi
H ₂	Marka Kişiliği	Marka Çağrışımı	-	Desteklenmedi
H ₃	Marka Kişiliği	Marka Performansı	***	Desteklendi
H ₄	Marka Kişiliği	Marka Güveni	***	Desteklendi
H ₅	Marka Kişiliği	Marka Sadakati	***	Desteklendi
H ₆	<u>M. Farkındalığı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		-	Desteklenmedi
H _{6a}	Marka Farkındalığı	Algılanan Risk	0,254	Desteklenmedi
H _{6b}	Marka Farkındalığı	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H _{6c}	Algılanan Risk	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₇	<u>M. Çağrışımı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		-	Desteklenmedi
H _{7a}	Marka Çağrışımı	Algılanan Risk	-	Desteklenmedi
H _{7b}	Marka Çağrışımı	Yatırım Yapma Niyeti	-	Desteklenmedi
H ₈	<u>M. Performansı ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		0,001	Desteklendi
H _{8a}	Marka Performansı	Algılanan Risk	***	Desteklendi
H _{8b}	Marka Performansı	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₉	<u>M. Güveni ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		0,001	Desteklendi
H _{9a}	Marka Güveni	Algılanan Risk	***	Desteklendi
H _{9b}	Marka Güveni	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₁₀	<u>M. Sadakati ile Yatırım Niyeti arasında Aracı Etki</u>		-	Desteklenmedi
H _{10a}	Marka Sadakati	Algılanan Risk	0,309	Desteklenmedi
H _{10b}	Marka Sadakati	Yatırım Yapma Niyeti	***	Desteklendi
H ₁₁	Marka Farkındalığı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₂	Marka Çağrışımı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklenmedi
H ₁₃	Marka Performansı ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₄	Marka Güveni ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
H ₁₅	Marka Sadakati ile Yatırım Niyeti ilişkisindeki aracı etki tüm demografik alt gruplarda farklılaşır.			Desteklendi
***< ,01				

4.9.9. Araştırmanın İrlanda Uygulamasına Yönelik Tartışma

Araştırmanın İrlanda örneklemini yatırım durumuna göre sınıflandırıldığında, yaklaşık yarısının (%48,3) anketin uygulandığı tarihe kadar pay piyasasında herhangi bir şekilde yatırım yapmadığı görülmektedir. Bu anlamda, İrlanda akademik çevrelerinin pay

piyahasında yatırıma çok aşına olmadığı sonucuna varılabilir. Bu her nekadar olumsuz bir durum gibi görünse de piyahasının kazanması gereken önemli bir yatırımcı kitlesi olduğunu göstermesi bakımından da önemli bulunmuştur. Araştırma tarihi itibarıyla henüz pay piyasasında yatırım yapmamasına karşın gelecek dönemde yapmayı düşünen yatırımcı oranının (%14,8) azımsanmayacak olması da bu durumu doğrular niteliktedir. Ancak örneklemin %11’lik kısmının daha önce yatırım yapmış ancak gelecek dönemde tekrar yapmayı düşünmeyen kayıp yatırımcılardan oluşması, pay piyasasının kırılğanlıklarından birine işaret etmektedir.

Diğer taraftan %25,8’lik mevcut yatırımcı ve de %14,8’lik potansiyel yatırımcı demografisine bakıldığında örneklemin toplamda %40’ının pay piyasasına ve pay piyasasında yatırıma yabancı olmadığı da görülmektedir. Bu durum, piyasaya yönelik algının ortaya konmasının, piyahasının pazarlanabilirliği açısından önemini vurgulamaktadır. Bunu doğrular nitelikteki diğer bir araştırma bulgusu, İrlanda örnekleminin yaklaşık üçte birinin (%32,7), yatırım tercihlerinde pay senedine yatırımı *öncelikli* görüyor olmasıdır. Yüksek eğitim seviyesiyle birlikte sosyo-ekonomik düzeyi yüksek bir toplum kesimini temsil eden araştırma örnekleminin, pay senedi yatırımı için ideal bir müşteri kitlesi olduğu düşünüldüğünde, İrlanda Pay Piyahası’nın pazarlanabilirliğinin nispeten yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

İrlanda örnekleminin yatırım yaparken ne tür kriterler aradığının tespiti, mevcut ürünlerde iyileştirmeler yapılması ve uygun değer önerileri geliştirilmesi için büyük önem taşımaktadır. Katılımcıların yarıya yakını (%40,5) öncelikle güven faktörünün altını çizmiştir. Ardından düşük risk (%27,3) ve yüksek getiri (%12,2) faktörleri gelmektedir. Dolayısıyla Güven+Risk+Getiri üçlüsünün İrlanda Pay Piyahasının öncelikli yatırım kriterini tanımladığı söylenebilir. Bu kapsamda yüksek güven ve getiri algısını, düşük risk algısının takip etmesi gerektiği öngörülmekte ve de araştırmada test edilmektedir. Bu noktada vurgulanması gereken önemli nokta ise, araştırmada kullanılan ölçeklerden Algılanan Risk ölçeğinin, en yüksek ortalama değere sahip ölçek olduğudur. Bir diğer ifadeyle, örneklem pay piyasasına karşı oldukça yüksek risk algılamaktadır ve bunun da piyahasının işlem hacminde ve değerinde önemli yansımaları olduğu/olacağı düşünülmektedir.

Buraya kadar tespit edilen bulgular ışığında İrlanda Pay Piyasasının, genel olarak pay senedi yatırım yapabilecek olanaklara sahip örneklem tarafından yüksek riskli algılandığını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak diğer taraftan aynı örneklemin yarıya yakınının pay senedi yatırımı yapıyor ve/veya yatırıma sıcak bakıyor olması, ayrıca çoğunluk tarafından pay senedinin öncelikli yatırım enstrümanı olması, piyasanın marka değerinin ve bir takım iyileştirmeler ile yatırımcı tabanının genişletilebileceğinin işaretini de vermektedir.

Bu iyileştirmelerin yapılabilmesinin öncelikle sorun tespitinden geçtiği düşüncesiyle, İrlanda Pay Piyasasına yönelik genel algı belirlenmeye çalışılmış, bunda da marka kişiliği ve marka değerinin öncelikli olduğu yargısına varılmıştır. Diğer bir ifadeyle, piyasaya yönelik marka kişiliği algısının marka değeri belirleyicilerine öncülük ettiği (Ramaseshan ve Stein, 2014) ve bu kümülatif etkinin bireylerin risk algısı aracılığıyla pay piyasasına yatırım yapma niyetini etkilediği (Grohmann, 2009) öngörülmektedir. Bu doğrultuda kurulan yapısal modelde, İrlanda Pay Piyasasının Dinamik, Etkin, Yenilikçi, Agresif ve Cesur sıfatlarının oluşturduğu Hareketlilik marka kişiliği boyutuyla tanımlanmış olduğu görülmektedir. Örneklemin piyasayı hareketli, etkin algılamasının marka değeri üzerinde olumlu yansımaları olduğu açıktır. İrlanda Pay Piyasasının marka değeri belirleyicileri marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakati olarak belirlenmiştir. Hareketlilik kişilik özelliğinin en güçlü ve olumlu etkilediği değişken marka sadakati olarak ortaya çıkmıştır (Sung ve Kim, 2010). Değişkendeki varyansın %15'i hareketlilik marka kişiliği özelliği ile açıklanmaktadır. Marka kişiliğinin ikinci en güçlü etkilediği değişken marka kalitesi olarak belirlenmiş, değişkendeki varyansın %6'sı açıklanmıştır. Marka farkındalığının ise, marka kişiliği boyutundan en az etkilenen değişken olduğu görülmektedir. Buna göre, hareketlilik algısının örneklemin piyasaya yönelik en çok marka sadakatinde artışa neden olduğunu söylemek mümkündür. Marka sadakatinin ardından ise, marka kalitesi artmakta, marka farkındalığındaki artış ise nispeten daha az etkili olmaktadır.

Finansal kararlarda öncelikli öneme sahip olan risk faktörü modele dahil edilmeden, tüm marka değişkenlerinin İrlanda Pay Piyasasına yatırım yapma niyetini olumlu etkilediği görülmektedir (Tablo 65). Bu değişkenler arasında ise en önemli etkiye sahip olan değişken marka sadakati değişkeni olarak öne çıkmaktadır. Dolayısıyla borsaya

yönelik yüksek marka değeri algısının yatırım yapma niyetinde artış meydana getirdiği söylenebilir. Ancak gerek yazındaki araştırmalar doğrultusunda, gerekse bu araştırma özelinde tüm araştırma ölçekleri arasında algılanan risk ölçeğinin en yüksek ortalamaya sahip olması, finansal kararlarda risk faktörünün altını önemle çizmektedir. Dolayısıyla algılanan riskin, finansal kararlarda aracı etkiye sahip olduğu, yatırım niyetinin ve nihai yatırım kararının risk değişkeni üzerinden dolaylı olarak gerçekleştiği düşünülmektedir. Araştırma yapısal modeli de bu varsayımı kanıtlar niteliktedir. Buna göre, örnekleminin algıladıkları risk faktörünün marka kalitesi ile piyasaya yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide tam aracı etkisi tespit edilmiştir. Örneklem piyasaya karşı risk algılaması durumunda marka kalitesi algısı ne olursa olsun yatırım yapma niyetini kaybetmektedir. Böylece marka değeri unsurlarından birinin etkisi tamamen kaybolduğundan, yatırım yapma niyetinin marka sadakati ve marka farkındalığı üzerinden gerçekleşeceğini söylemek mümkündür.

Ortaya çıkan bu durumu destekler nitelikte, marka farkındalığı ve marka sadakati değişkenleri ile algılanan risk arasında anlamlı negatif ya da pozitif bir ilişkiye rastlanmamıştır. Diğer bir ifadeyle, İrlanda örnekleminin piyasaya yönelik marka farkındalığının ve marka sadakatinin yüksek olduğu durumda, risk faktöründen etkilenmediği ve risk faktörünün piyasaya yatırım yapma niyetlerini belirlemediği tespitini yapmak mümkündür. Bu durumda öncelikle marka sadakati, ardından marka farkındalığının artması (azalması) durumunda, piyasaya yatırım yapma niyeti de artmaktadır (azalmaktadır). Hatta risk faktörünün varlığında ve marka kalitesi değişkeninin etkisinin ortadan kalkması durumunda bile, yatırım yapma niyetindeki varyansın açıklanma oranı %72 gibi oldukça yüksek bir orandır.

Sonuç olarak İrlanda Piyasasına karşı algılanan riskin varlığında, hareketlilik kişilik özelliği, marka sadakati ve marka farkındalığı değişkenlerini etkilemekte, bu iki değişken ise örneklemin yatırım yapma niyetinin önemli belirleyicileri olarak ortaya çıkmaktadır.

Yapısal modelin tespitinden sonra değişkenler arası tespit edilen ilişkilerin demografik alt gruplar arasında ne derece farklılaştığı araştırılmıştır. Elde edilen bulgular yapısal modelle oldukça benzerlik göstermekte, bu durumun da piyasaya yönelik belli bir trend ortaya koyduğu düşünülmektedir. Daha önce yatırım yapmamış, 40 yaş ve altı ve

aylık geliri 4000€ altı olan gruplar hariç diğer tüm alt gruplarda, marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin tam aracı etkisine rastlanmıştır. Diğer gruplarda ise tam ya da kısmi aracı etki tespit edilmemiştir. Dolayısıyla, demografik grup ayrımı yapmaksızın İrlanda Piyasasına yönelik hareketlilik marka kişiliği özelliğini destekler nitelikte atılımlar yapılmasının, özellikle marka sadakatinin vurgulanmasının ve bununla birlikte marka farkındalığının artırılmasına yönelik çalışmaların yoğunlaştırılmasının piyasanın potansiyelini artırması bakımından önemli olduğu düşünülmektedir.

Araştırmanın İrlanda uygulamasından çıkarılabilecek en genel sonuç, bireylerin dinamik, hareketli bir pay piyasası algısının piyasanın marka değerini önemli ölçüde etkilediği, bu marka değeri belirleyicilerinden özellikle marka sadakati ve ardından marka farkındalığının piyasaya yatırım yapma davranışını büyük ölçüde belirlediğidir. Bireylerin algıladıkları risk sadece piyasaya yönelik marka kalitesinin ekisini ortadan kaldırmakta, ancak bu durumda bile yatırım yapma niyeti büyük oranda diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Dolayısıyla İrlanda Pay Piyasasına yönelik algılanan riskin kontrol edilemeyecek olması durumunda bireylerin yatırım yapma niyetlerini canlı tutmanın en makul yolu, marka sadakati ve marka farkındalığını vurgulamaktır. Bireylerin marka değeri algılarını ve dolayısıyla yatırım yapma niyetlerini olumsuz etkileyen risk faktörünün kontrol edilebilmesi durumunda ise, marka kalitesi değişkeninin üstünde durulması ve bireylerin güven ve performans algılarını artırıcı çalışmaların yapılması önemli görünmektedir. Zira riskin aracı etkisi ortadan kalktığında marka kalitesi değişkeni yatırım yapma niyetine olumlu ve anlamlı katkı yapmaktadır.

4.10. Araştırmanın Türkiye ve İrlanda Uygulamaları Karşılaştırması

4.10.1. Örneklemelerin Demografik Bilgilerine Yönelik Karşılaştırma

Araştırmanın Türkiye ve İrlanda uygulamalarına yönelik ayrıntıların ayrı başlıklar altında sunulmasının ardından, her iki ülke pay piyasalarının karşılaştırmalı analizinin, benzerlik ve farklılıkların olduğu kadar zayıf ve güçlü noktaların ortaya konması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Gelişmiş bir finansal piyasa örneği olarak İrlanda Pay Piyasası'na (veya İrlanda Borsası'na) yatırım yapma niyeti üzerinde etkili olan marka

değişkenlerine yönelik algının, gelişmekte olan bir finansal piyasa örneği olarak Türkiye Pay Piyasası'na (veya Borsa İstanbul'a) kıstas teşkil ettiği, bununla birlikte uygulamalara ait sonuçların her iki ülke pay piyasası özelinde dikkate değer sonuçları olduğu görülmektedir. Dolayısıyla tespit edilen bu sonuçların, gerek mevcut algının ortaya konmasında gerekse geleceğe yönelik stratejik hedeflerin geliştirilmesinde ülke piyasaları için kritik öneme sahip olduğu açıktır.

Öncelikle Türkiye ve İrlanda örneklemi demografik özellikleri açısından karşılaştırılmış ve sonuçlar Tablo 75'de sunulmuştur.

Tablo 75: Örneklemelerin Demografik Bilgilerine Yönelik Karşılaştırma

		Türkiye Frekans*	Türkiye %	İrlanda Frekans*	İrlanda %
Cinsiyet	Erkek	1093	69,3	211	54,4
	Kadın	485	30,7	163	42,0
Katılımcı Yaş Aralığı	21 - 30	544	34,5	24	6,1
	31 - 40	531	33,7	96	24,3
	41 - 50	295	18,7	128	32,4
	51 ve üstü	208	13,2	147	37,2
Eğitim Durumu	Üniversite	72	4,6	27	6,9
	Y. Lisans / Doktora	1506	95,4	367	93,2
Medeni Hal	Evli	983	62,3	260	66,8
	Bekar	595	37,7	92	23,7
Aylık Toplam Gelir	1000 TL ve altı	2	,1	(1000€ - 2500€) 59	15,0
	1001 TL - 2000 TL	16	1,0	(2501€ - 4000€) 127	32,3
	2001 TL - 3000 TL	68	4,3	(4001€ - 5500€) 47	12,0
	3001 TL - 4000 TL	665	42,1	(5501€ - 7000€) 46	11,7
	4001 TL - 5000 TL	321	20,3	(7001€ - 8500€) 47	12,0
	5001 TL ve üstü	506	32,1	(söylemeyen) 67	17,0
Meslek / Çalışma Durumu	Kamu çalışanı	1360	86,3	370	94,1
	Özel sektör çalışanı	209	13,2	6	1,5
	Emekli	6	,4	17	4,3

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

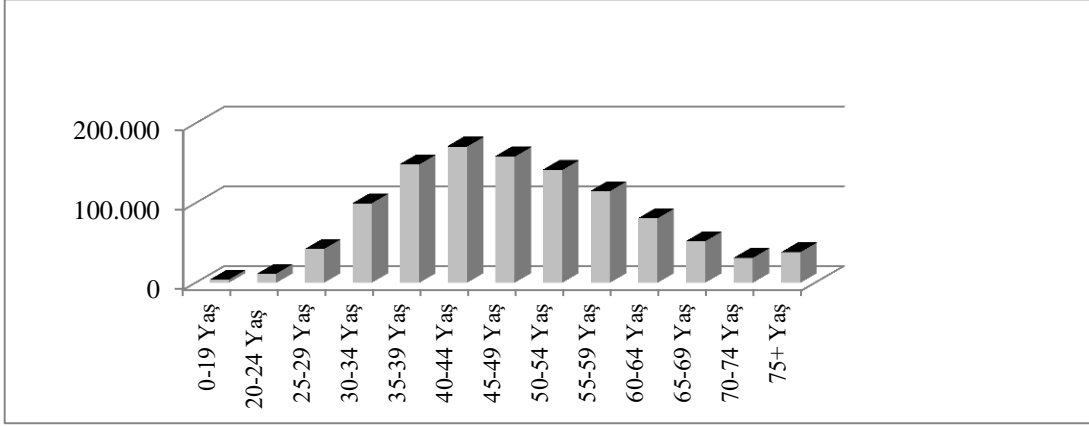
Türkiye'deki ve İrlanda'daki yüksek öğretim kurumlarında görev yapan akademisyenlerin oluşturduğu örneklem gruplarına ait cinsiyet dağılımının farklı oranlarda olmakla birlikte benzer olduğu görülmektedir. Her iki ülkede de erkek katılımcıların yüzdesi, kadın katılımcılardan fazladır. Anket uygulamasına başlamadan önce katılımcılara

uygulamanın içeriğinin tanıtıldığı ve açıklamaların ardından katılıp katılmamaya karar verdikleri göz önünde bulundurulduğunda, en genel şekliyle pay piyasasına yatırım konusunun erkek katılımcıların ilgisini daha çok çektiğini söylemek mümkündür. Türkiye geneli yatırımcı profiline bakıldığında da, yerli erkek yatırımcı oranının %65 (810.166 kişi) olduğu, yerli kadın yatırımcı oranının ise %35 (284.996) seviyesinde kalmış olması (Merkezi Kayıt Kuruluşu) örnekleme de yansımaları bulmuştur.

Ancak iki örnekleme cinsiyetler arası farkın, İrlanda örnekleminde daha az olduğu görülmektedir (Δ %Türkiye=%40; Δ %İrlanda=%12). Bu durum, Dünya Borsalar Birliği (WFE) tarafından da gelişmekte olan ülke kategorisinde gösterilen Türkiye’de, yazındaki birçok çalışmayla da paralel olarak, erkeklerin daha yüksek gelir seviyesine sahip olan, aile bütçesini yönlendiren ve aynı zamanda daha fazla risk alabilen bir grup olarak yatırım davranışına daha yakın olduğu görüşüyle paralel görülmektedir. Ancak kadınların ekonomideki artan etkinliği, aile bütçesini yönlendirmedeki etkisi gibi faktörler düşünüldüğünde kadınların finansal piyasalara çekilmesinin, pay piyasasının temel işlevlerinden olan yatırımın tabana yayılması hedefine olduğu kadar BIST’in pazarlanabilirliğine de olumlu katkıları olacağı düşünülmektedir.

Demografik değişken olarak katılımcıların yaş aralığına bakıldığında, iki örneklem arasındaki fark dikkat çekicidir. Türkiye örnekleminde anket uygulamasına katılım en fazla 40 ve altı grupta olup ileriki yaşlarda azalırken, İrlanda örnekleminde erken yaşlarda çok katılımın olmadığı, ancak ilerleyen yaşlarda katılımın yoğunlaştığı görülmektedir. Grafik 17’de gösterilen Türkiye geneli yaşa göre yatırımcı sayısı dağılımına bakıldığında da benzer bir durum göze çarpmaktadır. 44 yaşına kadar artış eğiliminde olan yatırımcı sayısı 45 yaşla birlikte azalmaya başlamaktadır.

Grafik 17: Yaş Dilimlerine Göre Yerli Yatırımcı Sayısı Dağılımı (2015)



Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)

Türkiye yatırımcı dağılımındaki bu durumun bireylerin profesyonel yaşamlarında bir istikrar yakalayıp birikim yapabildikleri dönemin 40 yaş civarında olabilmesinden kaynaklanabileceği, bu dönemde genellikle bir aile kurmuş olan bireylerin eş ve çocuklarının geleceğini garanti altına almak adına da yatırım yapmak isteyebileceği düşünülmektedir.

Her iki ülke uygulamasında katılımcılar, araştırma evreni gereği ve sonucu yüksek eğitim seviyesine sahip bireylerden oluşmaktadır. Yüksek lisans ve doktora derecesine sahip katılımcıların oranı %90'ın üstündedir. Bu durum ilk bakışta örneklemin yanlılığı konusunu düşündürse de, pay piyasasına yatırım konusu belli ölçüde finansal okuryazarlık ve gelir seviyesi gerektiren bir yatırım çeşidi olduğu için, araştırma örnekleminin gerçek yatırımcı profilini büyük ölçüde yansıttığı düşünülmektedir. Diğer taraftan aynı durum, pay piyasası yatırımının teşviki için ülke genelinde finansal okuryazarlığın artırılması gerektiğinin altını önemle çizmektedir.

Her iki ülkeye ait örneklemin medeni durumuna bakıldığında, evli katılımcıların bekar katılımcılardan oldukça fazla olduğu görülmektedir. Bu anlamda pay piyasasına yatırım davranışının evli bireylerin dikkatini daha çok çektiğini ve katılımını sağladığını söylemek mümkündür. Evliliğin, aile üyelerine rahat bir gelecek sağlamak gibi kaygı ve sorumlulukları artırdığı ve dolayısıyla bireyleri yatırıma yönlendirdiği düşünülmektedir.

Aylık gelir seviyesi, iki örneklem arasındaki büyük farklılıklardan biridir. Türkiye örnekleminin büyük çoğunluğu 3000-4000TL aylık gelire sahipken, İrlanda örnekleminin büyük çoğunluğu 2500-4000€ (7500-12000TL) aylık gelire sahiptir. Gelir seviyesinin, bireylerin riske duyarlılıklarını azaltarak yatırıma yönlendirdiği, ayrıca nispeten yüksek gelir seviyesine sahip bireylerin genellikle yüksek eğitim seviyesine ve finansal okuryazarlığa da sahip olduğu gibi tartışmalar düşünüldüğünde, Türkiye Pay Piyasasının yerli yatırımcı çekebilmesi önündeki engellerden biri açıklık kazanmaktadır. Bu durum pay piyasasını, sadece bireysel yatırımcı sayısı yönüyle değil, bireysel yatırımcı portföy değeri yönüyle de etkilemektedir. Tablo 76'daki 2015 yılı Türkiye Pay Piyasası yerli ve yabancı bireysel yatırımcı portföy değerleri sunulmuştur.

Tablo 76: Portföy Değeri Dilimlerine Göre Yatırımcı Sayısı ve Toplam Portföy Değerleri

	Bakiye Tutar Aralığı	Yerli		Yabancı	
		Sicil Almış Bakiyeli Yatırımcı Sayısı	Sicil Almış Bakiyeli Hesaptaki Bakiye Tutarı	Sicil Almış Bakiyeli Yatırımcı Sayısı	Sicil Almış Bakiyeli Hesaptaki Bakiye Tutarı
Gerçek Yatırımcı	0 - 1	142.992	38.530,23	521	-
	1 - 10.000	738.976	961.269.240,56	3.965	8.063.183,00
	10.000 - 50.000	142.336	3.275.415.718,74	915	20.689.393,46
	50.000 - 100.000	33.041	2.318.439.396,18	207	14.603.697,27
	100.000 - 500.000	30.845	6.365.605.487,34	265	59.275.194,42
	500.000 - 1.000.000	3.710	2.586.101.936,01	25	17.773.411,86
	> 1.000.000	3.262	21.443.626.994,47	52	379.920.345,50
	Toplam	1.095.162	36.950.497.303,53	5.950	500.325.349,03

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)

Tabloda dikkat çeken nokta, 3.262 yerli yatırımcının portföy büyüklüğünün 1 milyon TL üstünde olduğu, buna karşılık toplam bakiye oranı tutarının en yüksek payını gerçekleştiren yerli bireysel (gerçek) yatırımcıların yaklaşık %80'inin (yakl. 881.000 kişi), 10.000TL altında portföy değerine sahip olduğudur. Bu durum her ne kadar gelir, dolayısıyla tasarruf oranları arasındaki derin uçurum, finansal bilgi eksikliği, finansal

yatırım kültürünün olmaması vb. durumlarla ilgili olsa da, davranışsal bakış açısıyla Türk yatırımcısının tasarrufunu pay piyasasında riske etmeye değer bulmadığı olasılığını da düşündürmektedir.

4.10.2. Örneklemelerin Yatırım Tercih ve Önceliklerine Yönelik Karşılaştırma

Türkiye ve İrlanda örneklemi, bireylerin daha önceden yatırım yapıp yapmama durumuna göre karşılaştırılmış ve sonuçlar Tablo 77’de sunulmuştur.

Tablo 77: Örneklemelerin Pay Senedine Yatırım Yapma Durumuna Yönelik Karşılaştırma

		Türkiye Frekans*	Türkiye %	İrlanda Frekans*	İrlanda %
Yatırımcı Kategorisi	Mevcut Yatırımcı	375	23,8	101	25,8
	Potansiyel Yatırımcı	198	12,5	58	14,8
	Kayıp Yatırımcı	194	12,3	43	11
	Yatırımcı Olmayan	811	51,4	189	48,3

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

Her 4 yatırım yapma kategorisi için yüzdelerin, her iki örnekte birbirine oldukça yakın olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, uygulamalarda %25 civarında birey aktif olarak yatırım yapmakta, yaklaşık %15 ise gelecekte yatırım yapmayı düşünmektedir. Dolayısıyla %40’a varan bu iki grubun pay piyasalarının bugünkü ve gelecekteki müşteri portföyünü oluşturduğu açıktır. Ancak diğer taraftan, örneklemelerin yaklaşık yarısının pay piyasasında yatırıma sıcak bakmıyor olması (daha önce yatırım yapmamış ve gelecekte de yapmayı düşünmüyor), bir yönüyle piyasanın zayıf noktalarından birine işaret ederken, diğer yönüyle piyasanın önündeki büyük potansiyelin de altını çizmektedir.

Örneklemelerin 50.000TL/€ sahip olmaları durumunda öncelikli olarak paralarını hangi yatırım aracında değerlendirecekleri sorulmuş ve sonuçlar Tablo 78’de sunulmuştur.

Tablo 78: Örneklemelerin Öncelikli Yatırım Aracı Tercihine Yönelik Karşılaştırma

TR Yatırım Tercihi	TR Frekans*	TR %	İR Yatırım Tercihi	İR Frekans*	İR %
Gayrimenkul	572	36,3	Pay Senedi	129	32,7
Banka Mevduat	282	17,9	Banka Mevduat	112	28,4
Döviz	271	17,2	Gayrimenkul	80	20,3
Altın	253	16,0	Değerli metal	23	5,8
Pay Senedi	124	7,9	Döviz	7	1,8

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

İki örneklem arasındaki büyük farklılıklardan birini bireylerin öncelikli yatırım aracı tercihleri oluşturmaktadır. Türkiye örnekleminin yatırım tercihlerinde pay senedi en sonda yer alırken, İrlanda örnekleminde en başta yer almaktadır. Türkiye’de katılımcıların sadece %8’i pay senedini tercih ederken, bu oran İrlanda’da %33 civarındadır. Bu bulgunun, pay piyasasına yönelik algı farklılığını yansıtması açısından kritik öneme sahip olduğu düşünülmektedir. Türkiye örneklemindeki ortaya çıkan bu durumun, gerçek yatırımcı tercihlerinin bir yansıması olduğu, TÜYİD&MKK tarafından hazırlanan Borsa Trendleri Raporu’nda da (2014: 12) açıkça görülmektedir. Rapora göre, 2012-2014 dönemi itibariyle, yerli yatırımcıların portföylerindeki pay senedi oranları %8 ila %10 arasında değişirken, bu oran Türkiye Pay Piyasasındaki yabancı yatırımcı için %40’ın üstünde seyretmektedir. Yani, BIST’in yerli yatırımcıdan daha fazla yabancı yatırımcı için tercih edilebilir olduğunu söylemek mümkündür.

Ayrıca örneklemelere finansal yatırıma karar verirken öncelikli yatırım kriterleri sorulmuş ve sonuçlar Tablo 79’da gösterilmiştir.

Tablo 79: Örneklemelerin Öncelikli Yatırım Kriterlerine Yönelik Karşılaştırma

Yatırım Kriteri	Türkiye Frekans*	Türkiye %	İrlanda Frekans*	İrlanda %
Güvenilirlik	789	50,0	160	40,5
Düşük Risk	470	29,8	108	27,3
Yüksek Getiri	213	13,5	48	12,2
Bilinirlik	34	2,2	22	5,6
Erişim Kolaylığı	34	2,2	19	4,8

*Eksik veriler dahil edilmemiştir.

Hem Türkiye hem İrlanda uygulamasında Güvenilirlik + Düşük Risk + Yüksek Getiri faktörleri ön plana çıkmıştır. Bu noktada dikkat çeken unsur, finansal kararlar gibi rasyonel olması beklenen bir tüketici karar modelinde getiri unsurunun, güven gibi algısal ve objektif olmayan bir unsurdan daha az öneme sahip olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, bireylerin yatırımdan beklentileri, öncelikle en çok getiriye sağlaması değil, güvenilir olmasıdır. Ayrıca Türkiye örneklemini açısından bu 3 faktörün ağırlıklı öneminin olması ve aynı zamanda pay senedi yatırımının en son tercih olarak ortaya çıkmasının, tüketicinin piyasaya yönelik algısı konusunda önemli mesajlar verdiği düşünülmektedir.

Türkiye pay piyasasında ortaya çıkan bu durumun direkt finansal şartlardan kaynaklanmaktan çok piyasanın pazarlanabilirliği ile ilgili olduğu ve cevapların büyük oranda piyasaya yönelik tüketici/yatırımcı marka algısında yattığı düşünülmektedir. Bu konu bir sonraki bölümde tartışılmıştır.

4.10.3. Örneklerin Piyasalara Yönelik Marka Algılarının Karşılaştırılması

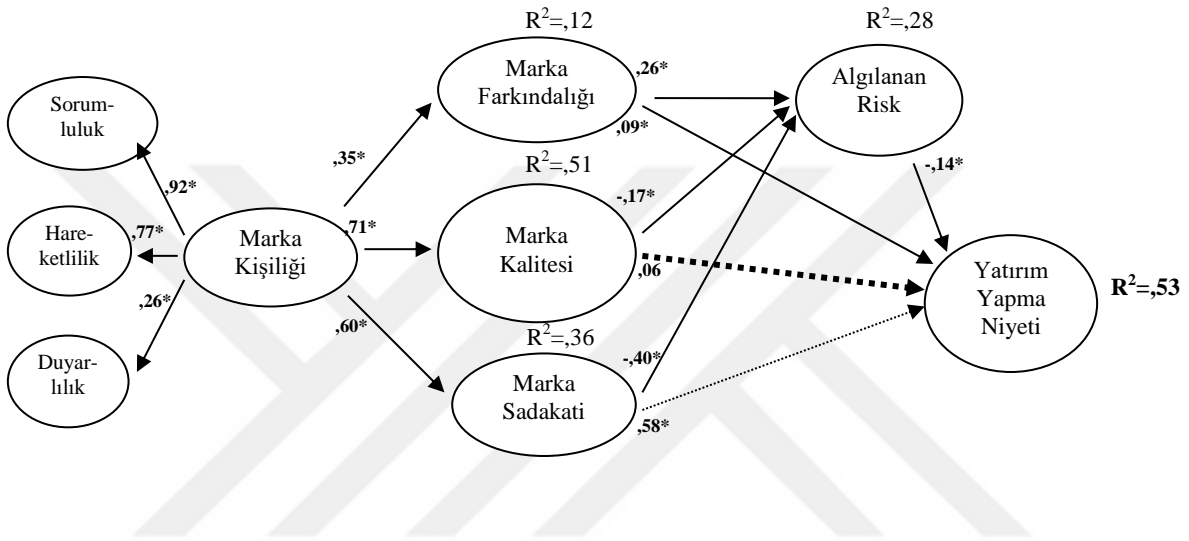
Bu çalışmada, temel olarak ülke borsalarına yönelik tüketici marka algısının bu borsalara yatırım yapma niyeti üzerinde önemli etkileri olup olmadığı araştırılmıştır. Marka değişkenleri kapsamında ise, yazındaki araştırmalar doğrultusunda marka kişiliğinin, marka değeri boyutları/belirleyicileri üzerindeki etkisi ve bu iki temel marka değişkeni grubunun borsaya yatırım niyetini ne ölçüde açıkladığı test edilmiştir.

Her iki örnekleme ait bulgularda, düşük risk faktörünün bireyler için önemli bir yatırım kriteri olduğu tespit edilmiştir. Buna karşılık araştırmada kullanılan tüm ölçekler içinde en yüksek genel ortalamaya sahip ölçeğin de algılanan risk ölçeği olduğu görülmüştür (Türkiye ortalama 3,40; İrlanda ortalama 3,33). Finansal kararların yüksek risk içeren yapısı gereği ve yazındaki araştırmalar doğrultusunda, marka değişkenlerinin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisinin direkt gerçekleşmediği, yatırım kararı öncesi kişinin risk algısının yatırım niyeti ile marka değeri belirleyicileri arasında aracı etkiye sahip olduğu öngörülmüştür.

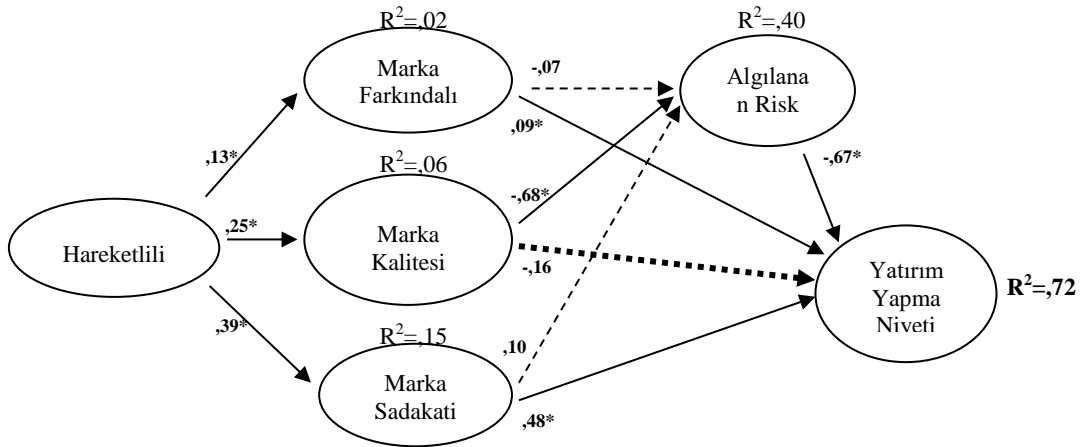
Ayrıca özellikle davranışsal finans disiplini kapsamında, bireylere ait demografik değişkenlerin yatırım kararlarını etkilediğinin üstünde önemle durulmaktadır. Bireyler

arası bu demografik farklılıkların sonuçlara olabilecek muhtemel etkilerinin önüne geçmek için cinsiyet, yaş, gelir ve medeni hal demografik değişkenleri yapısal modele kontrol değişkenleri olarak dahil edilmiştir. Örneklemere ait yapısal modeller Şekil 16’da ve Şekil 17’de sunulmuştur.

Şekil 16: Türkiye Örneklemine Ait Yapısal Model



Şekil 17: İrlanda Örneklemine Ait Yapısal Model



Öncelikle Türkiye ve İrlanda Pay Piyasalarına (BIST ve ISE) yönelik marka kişiliği belirlenmiştir. Yapısal model kapsamında BIST, marka kişiliği ölçeğinin sorumluluk, hareketlilik ve duyarlılık boyutları olmak üzere 3 boyut ile temsil edilmekte, en büyük katkının ise sorumluluk boyutundan geldiği görülmektedir. ISE ise, hareketlilik ve

saldırganlık boyutlarının tek faktör altında birleşmesi sonucu tek boyutla temsil edilmektedir.

Her iki modelde de tespit edilen marka kişiliği boyutlarının marka değeri belirleyicilerini pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilediği görülmektedir. Ancak tahmin değerlerinden hareketle, Türkiye örneğinde marka kişiliğinin marka değeri üzerindeki etkisinin İrlanda örneğinde olduğundan daha güçlü olduğunu söylemek mümkündür. Dolayısıyla Türk katılımcıların algıladıkları marka kişiliği, dolaylı olarak yatırım yapma niyetlerine de pozitif yönde katkı yapmaktadır.

İki örnekte de marka değeri belirleyicileri arasında marka çağrışımı, gerekli güvenilirlik ve geçerlilik şartlarını sağlamadığı için elenmiş ve yapısal modele dahil edilmemiştir. Ayrıca marka güveni ve marka performansı değişkenleri aynı boyutta algılanmış, değişkenler birleştirilmiş ve marka kalitesi olarak adlandırılmıştır. Diğer bir ifadeyle katılımcılar borsalara yönelik marka güvenini ve performansını eş değer görmektedirler. Böylece borsaya yönelik güven unsurunu artırmanın performans algısını ya da performansı artırmanın güven algısını da artıracaklarını söylemek mümkündür.

BIST ve ISE'ye yönelik marka değeri belirleyicileri marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakati olarak belirlenmiştir. Türkiye örneğinde marka kişiliğinin en güçlü ve pozitif etkilediği boyut marka kalitesi; İrlanda örneğinde ise marka sadakati olmuştur. Marka kişiliğinin Türkiye örneğindeki etkinliğinin yansıması olarak, marka kalitesi değişkenindeki açıkladığı varyans oranı %51; İrlanda örneğindeki marka sadakatini açıklama oranı ise %15 olarak belirlenmiştir. Türkiye örneğinde marka kalitesi değişkeninin büyük oranda sorumluluk; İrlanda örneğinde ise hareketlilik marka kişiliği algısı ile belirlendiğini söylemek mümkündür.

Her iki örnekte de pozitif ve anlamlı olmakla birlikte, marka kişiliğinin en az etkili olduğu marka değeri boyutu ise marka farkındalığıdır. Türkiye örneğinde marka kişiliğinin marka farkındalığındaki varyansı açıklama oranı %12 iken, İrlanda örneğinde %2 bulunmuştur. Buradan marka kişiliği algısını artırmanın, farkındalıktan çok güven, performans, sadakat gibi değişkenler üzerinde önemli etkileri olduğu sonucuna varılabilir.

BIST ve ISE'ye yönelik marka değışkenlerinin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisi algılanan risk değışkeni modele dahil edilmeden ölçülmüş ve iki örnekleme de her üç marka değeri boyutu ile yatırım yapma niyeti arasında pozitif yönlü ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir (Tablo 33 ve 65). Algılanan riskin modellere dahil edilmesiyle, marka değeri boyutları ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkilerin, Türkiye ve İrlanda örneklemlerinde farklılaştığı görülmüştür.

Türkiye örnekleminde marka değeri belirleyicileri ile algılanan risk değışkeni arasında dikkat çeken nokta, sadece marka farkındalığı ile risk değışkenleri arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki mevcutken, diğer değışkenlerle risk değışkeni arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Yani, marka farkındalığının artmasıyla risk algısının da arttığını söylemek mümkündür. Marka kalitesinde ve/veya marka sadakatinde herhangi bir artış ise, öngörüldüğü şekilde, risk algısında düşüş meydana getirmektedir. İrlanda örnekleminde dikkat çeken nokta ise, marka farkındalığı ve marka sadakati ile algılanan risk arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmamasıdır. Bir başka ifadeyle, marka farkındalığı ya da marka sadakatindeki herhangi bir artış/azalış, algılanan risk değışkeninde önemli bir etki meydana getirmemektedir. Ancak marka kalitesi değışkeninin risk algısı üzerinde güçlü negatif yönlü ve anlamlı ilişkisi tespit edilmiştir. Dolayısıyla, İrlanda örnekleminin, pay piyasasına yönelik marka kalitesi algısındaki artış (azalış), risk algılarında önemli azalış (artış) meydana getirmektedir.

Marka değeri boyutlarının pay piyasasına yönelik algılanan risk değışkenindeki varyansı açıklama oranı ise, Türkiye örnekleminde %28; İrlanda örnekleminde ise %40 gibi oldukça yüksek bulunmuştur. İrlanda örneklemini için, bu açıklama oranı büyük oranda marka kalitesi değışkeninden; Türkiye örneklemini için ise her üç değışkenden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, katılımcıların risk algısı ile marka değeri değışkenleri arasındaki ilişkinin Türkiye örnekleminde daha yaygın ve etkili olduğu açıktır.

Türkiye örneklemini üzerinde daha yaygın etkileri olduğu tespit edilen algılanan risk değışkeni modele dahil edildiğinde, marka kalitesinden yatırım yapma niyetine doğru olan ilişki anlamlılığını tamamen yitirmekte (tam aracı etki), marka sadakatinden yatırım yapma niyetine olan ilişkinin ise anlamlılığını azalmaktadır (kısmi aracı etki). Marka farkındalığı ilişkisinde ise herhangi bir etki tespit edilmemiştir. Dolayısıyla Türk örnekleminin pay

piyahasına yatırım yapma niyetinin bireylerin risk algısına yüksek oranda bağlı olduğu söylenebilir.

Bireylerin risk algısının daha sınırlı etkiye sahip olduğu İrlanda örnekleminde ise, pay piyasasına yatırım yapma niyeti her üç marka değişkeni tarafından belirlenmekte, ancak marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan risk tam aracı etkiye sahip bulunmaktadır. Risk algısı diğer değişkenler üzerinde aracı etkiye sahip değildir. Diğer bir ifadeyle, bireylerin risk algısının yüksek olduğu durumlarda yatırım niyeti üzerinde marka kalitesi değişkeninin etkisi ortadan kalksa bile, marka farkındalığı ve marka sadakati olumlu etki yapmaya devam etmektedir.

Gerek Türkiye gerekse İrlanda örnekleminde, ülkelerin pay piyasalarına yatırım yapma niyeti değişkenindeki varyansın, yapısal model kapsamındaki ilişkiler doğrultusunda açıklanan yüzdesi oldukça yüksek bulunmuştur (%53 ve %72). Sosyal bilimler gibi birçok faktörün etkisi altında gerçekleşebilecek yatırım davranışı için bu açıklanma oranların oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu anlamda yapısal modelin, pay piyasalarına yatırım yapma davranışının öncüsü olduğu düşünölen yatırım yapma niyetini büyük oranda açıkladığı ve son dönemde şirketleşerek müşteri odaklı hale gelen borsaların müşteri nezdindeki marka algısına ışık tuttuğu düşünölmektedir.

4.10.4. Aracı Etkinin Alt Demografik Gruplara Göre Karşılaştırılması

Türkiye ve İrlanda örneklemlerindeki marka değeri belirleyicileri ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı etkisinin, her bir demografik alt grup özelinde farklılaşıp farklılaşmadığı test edilmiştir. Örneklemlerin karşılaştırmalı sonuçları Tablo 80'de sunulmuştur.

Tablo 80: Aracı Etkinin Alt Demografik Gruplara Göre Karşılaştırılması

Gruplar	Alt Gruplar	Türkiye Örnekleme*	İrlanda Örnekleme**
Yatırım Durumu	Yatırım yapan	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	YOK
	Yatırım yapmayan	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
Cinsiyet	Kadın	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
	Erkek	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
Yaş	< 40 yaş	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	YOK
	> 40 yaş	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
		Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.	
Medeni Hal	Evli	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
		Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.	
	Bekar	YOK	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.
Aylık Gelir	< 4000 TL	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	YOK
		Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.	
	> 4000 TL	Marka Sadakati ile Yat Yap. Niy.	Marka Güv-perform ile Yat Yap. Niy.

*Türkiye örnekleminde >40 yaş grubundaki marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişki dışındaki tüm ilişkilerde algılanan risk kısmi aracı etkiye sahiptir.

**İrlanda örnekleminde, marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki tüm ilişkilerde algılanan risk tam aracı etkiye sahiptir.

Türkiye örnekleminde algılanan risk aracı etkisinin tüm demografik alt gruplar arasında (bekar katılımcılar hariç) tutarlı biçimde farklılaştığı ilişki, marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkidir. Yani gerek demografik değişkenler alt gruplara ayrılmadan gerekse her bir alt grup özelinde, anlamlılığı devam eden aracı etki, marka sadakati değişkeninden kaynaklıdır. Demografik değişkenler alt gruplara ayrılmadan tam aracı etkiye maruz kalan marka kalitesi değişkeni ise, sadece evli, 40 yaş üzeri ve 4000TL altında aylık gelire sahip katılımcıların yatırım niyetleri üzerinde etkili bulunmuş, diğer alt gruplarda etkisini yitirmiştir.

İrlanda örnekleminde ise, yapısal model kapsamında tespit edilen marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide algılanan riskin aracı etkisi, daha önce yatırım yapan, 40 yaş altı ve 4000€ altında aylık gelir seviyesine sahip katılımcılar dışında, düzenli devam etmektedir. Daha önce yatırım davranışında bulunmuş olmanın riske duyarlılığı azalttığı görülmektedir. Ayrıca yaşla ve gelir artışıyla birlikte riske duyarlılık artmaktadır.

SONUÇ

Dünya genelinde borsalar, üye sahipliği yapılarından uzaklaşarak kar amaçlı şirketlere dönüşme eğilimindedirler. Borsalar arası rekabetin artması, borsa operasyonlarında esneklik gerekliliği, borsa giderlerinin artmasıyla daha fazla kaynak ihtiyacı gibi çeşitli nedenlerle kurumsal yapılarında değişime giden borsalar, bir sonraki aşamada ise diğer borsalarla konsolidasyona gidebilmekte ve/veya kendi ya da diğer borsalara kote olarak işlem görmeyi tercih edebilmektedirler. Kar amaçlı diğer tüm kurumlar gibi borsaların da birincil hedefi, değer önerileri doğrultusunda müşteri/yatırımcı tabanını genişleterek kurumun devamlılığını sağlamak ve dolayısıyla ekonomik büyümeye katkı sağlamaktır (<http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/misyon-ve-vizyon>).

Temel varlık nedeni paydaşları için değer önerisi geliştirmek ve bunu yaparken kar amaçlı hareket etmek durumunda olan her kurum için, markalaşma kaçınılmaz bir gereklilik halini almaktadır. Benzer şekilde ülke finansal piyasaları da sahip oldukları borsalar, pazarlar ve burada işlem gören yatırım enstrümanlarıyla birer marka olarak ortaya çıkmaktadır. Bugün New York Borsası, Londra Borsası, Tokyo Borsası gibi piyasa değerleri birçok ülkenin gayri safi milli hasılasının üzerinde olan finansal pazarların, gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcılar için önemli markalar olduğu görülmektedir. Bu markaların ülkeler için tasarruf oranlarının artırılması, fon açığı olanların fon fazlası olanlar tarafından finanse edilmesi, bu süreçte altyapı, teknoloji, danışmanlık gibi birçok alt sektörün aktif rol oynaması ve dolayısıyla milli ekonominin desteklenmesi sağlanmaktadır. Özellikle 1980'lerden sonra hız kazanan bu sürecin Türkiye'deki yansıması ise, İMKB'den BIST'e dönüşüm, İstanbul Finans Merkezi Projesi, Yatırımcı Seferberliği Projesi gibi çeşitli uygulamalarda görülmektedir.

Temel tüketici davranışını anlamaya yönelik geliştirilmiş olan tüketici karar modellerinin, yine bir tüketim davranışı olan yatırım eylemi için de geçerliliğinden bahsetmek mümkündür. Alışılmış mal ya da hizmet tüketicisinin deneyimlediği, problemin

tespiti, bilgi arayışı, alternatiflerin oluşturulması, bunlar arasından seçim, satın alma davranışı, satın alma sonrası değerlendirme gibi tüm süreç basamakları finansal piyasada yatırım kararı veren birey için de geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, ülke içinde ve dışında birer marka halini alan finansal piyasaların, yatırımcı düşünce setinde belli algılar oluşturduğu, bu algıların ise bahsedilen işlem basamaklarından geçerek söz konusu finansal piyasaya yatırım yapma davranışını etkilediği sonucuna varılabilir.

Borsaların tüketicide oluşturduğu algılardan bu çalışmaya konu edilen ise marka kişiliği ve marka değeri algısıdır. Finansal hizmet sağlayan markalar olarak borsalar, müşteri algılarında olumlu ya da olumsuz marka kişiliği ve marka değerinin yaratılmasından birincil derecede sorumlu ajanlardır. Yaratılan bu marka algısının ise, borsaların pazarlanabilirlik başarısında ya da başarısızlığında önemli bir etken olduğu düşünülmektedir. Yani, finansal perspektiften daha çok teknik, rasyonel ve hatta statik olması beklenen yatırım davranışı, bu çalışmada dinamik, çok yönlü ve aynı zamanda irrasyonel boyutlarıyla ele alınmaktadır.

Bu yönde bir çalışmanın yapılması ihtiyacı ise, Türkiye Pay Piyasasının yerli bireysel yatırımcıya pazarlanabilme başarısızlığından doğmuştur. Bu durumun başarısızlık olarak nitelendirilmesinin bir takım sebepleri vardır. Öncelikle, dünyanın en eski borsalarından olan ve 1985’den itibaren kurumsal bir kimlik altında işlerlik göstermiş IMKB, bugünkü adıyla BIST’teki bakiye tutarının en yüksek payını gerçekleştiren yerli bireysel yatırımcıların yaklaşık %80’inin portföy değeri, 10,000TL altındadır. Bu durumun temel sebebini, milli gelir oranlarının düşüklüğü, makro ekonomik olumsuzluklar, tasarruf kültürünün olmaması gibi çevresel etmenlere bağlamak mümkün olmakla birlikte, diğer bazı göstergeler bunu gerekçelendirmeyi zorlaştırmaktadır. Örneğin, TÜYİD&MKK tarafından hazırlanan Borsa Trendleri Raporuna göre, 2012-2014 periyodunda Türkiye pay piyasasında işlem yapan yabancı bireysel yatırımcıların portföylerinin %40’ından fazlası pay senetlerinden oluşurken, bu oran yerli bireysel yatırımcıda %8 ila %10 arasındadır. Yerli yatırımcının çoğunlukla 45 yaş altı olduğu BIST’de, pay senedi yatırımında sıklıkla kullanılan “100 - bireyin yaşı = bireyin tutması gereken pay senedi oranı” yaklaşımına oldukça uzak olduğu görülmektedir.

Sadece teknik açıdan bakıldığında aynı piyasada işlem yapan, paylarının aynı şartlar altında fiyatlandığı, aynı ekonomik ya da politik risklere maruz kalan iki yatırımcı grubunun pay piyasasına yönelimlerinin bu denli farklı kalıplar oluşturması beklenen bir durum değildir. Bu koşullar altında bu sonucun yatırımcının tereddütte olduğu, güvensizlik yaşadığı ya da parasını riske etmeye değer bulmadığı gibi farklı açıklamalarının olabileceği düşünülmüş ve bireysel yatırımcının piyasaya yönelik marka algısının kritik öneme sahip olduğu öngörülmüştür.

Özetle bu çalışmanın birincil amacı, pay piyasasına yatırım yapma davranışında piyasaya yönelik marka kişiliği ve marka değerinin rolünü belirlemektir. Öncelikle problem tespitinin yapılmasının ve ardından yatırım davranışındaki algısal etkilerin yönünün ve boyutunun belirlenmesinin, etkin doğru ve gerçekçi bir algı yönetimini mümkün kılacağı düşünülmüştür. Nihai amaçlar arasında ise, bireylerin daha bilinçli şekilde finansal piyasalara yönlendirilerek gerek bireysel gerekse kurumsal tarafların kazanç sağlaması, milli tasarruf oranlarının artması ve dolayısıyla Türkiye finansal piyasalarının markalaşma sürecini başarılı şekilde gerçekleştirmesi gelmektedir.

Değişkenler arasındaki nedensel ilişkiye dair, mevcut yazın doğrultusunda, pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısının, marka farkındalığı, marka çağrışımı, marka güveni, marka performansı ve marka sadakati gibi marka değeri boyutları üzerinde aracısız etkili olduğu bilinmektedir (Folse ve diğerleri, 2012; Su ve Tong, 2015). Ancak marka değişkenleri ile yatırım yapma niyeti arasında direkt bir ilişkiden bahsetmek çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Bunun temel nedeni, finansal yatırım kararlarının yatırımın geri dönüş oranına bağlı olarak belli oranda risk unsuru içeren tüketim davranışı olmasıdır. Dolayısıyla marka değişkenleri ile satın alma niyeti arasındaki ilişkinin direkt olarak gerçekleşmediği, tüketicinin pay piyasasına yönelik risk algısının, bu ilişkide aracı rol oynadığı düşünülmektedir (Agarwal ve Teas, 2001: 1-14; Chang ve Chen, 2014: 1753).

Araştırmada ayrıca özellikle davranışsal finans disiplininin araştırma konusu olan yatırım davranışında kişisel faktörlerin önemi üzerinde de durulmakta ve yapısal model farklı demografik yapılarıdaki katılımcı grupları arasında karşılaştırmalı olarak test edilmektedir. Bu farklılığın ortaya konmasının, piyasa yönetiminin bireysel yatırımcı tabanını geliştirmesine yönelik etkin bölümlendirme, hedefleme, konumlandırma gibi

stratejik kararlar almasında, ayrıca reklam, sponsorluk ve medyanın etkin şekilde kullanımı gibi tüketiciye dönük uygulamalar geliştirilmesinde önemli etkileri olduğuna inanılmaktadır.

Tanımlayıcı nitelik sergileyen bu çalışma, araştırma evreninden çekilen örneklemelerden bilginin tek seferde toplanmış olması açısından kesitsel yöntemi kullanmıştır. Veri toplama yöntemi olarak anket yönteminin kullanıldığı araştırma, Türkiye ve İrlanda örneklemelerine uygulanmıştır. Türkiye Pay Piyasasına kriter teşkil edebilecek bir borsa olarak İrlanda Pay Piyasasının seçilmesinin başlıca nedenleri, iki borsanın piyasa kapitalizasyonu olarak birbiri ile kıyaslanabilecek büyüklükte olması, dolayısıyla İrlanda Pay Piyasasının Londra, New York gibi uç bir örnek teşkil etmemesi, finans yazınında yapısal benzerliklerinden dolayı Türkiye'nin sıklıkla kıyaslandığı PIIGS grubu içinde yer alması, bu grup içindeki ülke piyasaları içinde ise Türkiye ile en düşük korelasyona sahip ülke olması, dolayısıyla iyi bir portföy çeşitlendirmesi imkanı sunabilmesidir.

Araştırma örneklemelerini, ülkelerdeki üniversitelerde görevli akademik personel oluşturmaktadır. Pay piyasasına yatırım davranışının eğitim ve gelir düzeyi nispeten yüksek bireylerce daha çok tercih edilmesi dolayısıyla, örneklemin tüketici profilini en iyi temsil edebilecek katılımcı gruplarından biri olduğu düşünülmektedir. Araştırmanın İrlanda uygulaması için, araştırmacı TÜBİTAK, Doktora Sırası Araştırma Bursu kapsamında İrlanda'nın Dublin şehrinde bulunan University College Dublin'de 1 yıl süre ile misafir araştırmacı olarak bulunmuş ve araştırmalarını sürdürmüştür. Araştırmanın Türkiye uygulaması Mayıs, 2015 – Eylül, 2015; İrlanda uygulaması ise Eylül, 2015 – Aralık, 2015 tarihlerini kapsamıştır. Araştırmanın Türkiye uygulamasında toplam kullanılabilir anket sayısı 1578, İrlanda uygulamasında ise 396'dır. Tanımlanan amaçları doğrultusunda tartışılan değişkenler arası ilişkilerin testinde, AMOS programı aracılığıyla Yapısal Eşitlik Analizi uygulanmıştır.

Oldukça yüksek eğitim seviyesine sahip her iki örneklem grubunda da, oranları değişmekle birlikte, erkek katılımcılar kadın katılımcılardan; evliler bekarlardan; devlet üniversitelerinde görevli olanlar vakıf üniversitelerinde görevli olanlardan daha fazladır. Örneklemelerin demografik özellikleri arasındaki temel farklılık yaş ve aylık gelir açısından tespit edilmiştir. Türkiye örnekleminin büyük çoğunluğunu (%68) 40 yaş ve altı

katılımcılar oluştururken, İrlanda örnekleminin büyük çoğunluğunu (%70) 41 yaş ve üstü katılımcılar oluşturmaktadır. Bu oranların aynı zamanda genel yatırımcı profiline benzer oluşunun, örneklem seçimindeki başarıyı yansıttığı düşünülmektedir. Türkiye örnekleminin en büyük yüzdeye sahip kesimi 3001-4000TL aylık gelire sahipken, İrlanda örnekleminin en büyük yüzdeye sahip kesimi 2501-4000€ aylık gelire sahiptir.

İki örneklem arasındaki en belirgin farklılık ise öncelikli yatırım aracı tercihlerinde tespit edilmiştir. Türkiye örnekleminde “50,000TL’niz (İrlanda örneklemini için € para birimi) olsa öncelikle hangi yatırım aracını tercih ederdiniz” sorusuna verilen cevaplar arasında pay senedi, en son tercih olarak ortaya çıkmış ve sadece %8’lik bir kesim tarafından tercih edilmiştir. İrlanda örnekleminde ise öncelikli tercih olarak belirtilen pay senedi, katılımcıların yaklaşık %33’ü tarafından işaretlenmiştir. Örneklem arası bu keskin farklılığın, bireylerin pay piyasasına/pay senedine yatırıma yönelik algı farklılığını, özellikle de Türk katılımcıların pay piyasasına karşı olumsuz bakış açısını yansıtmaları açısından önemli olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu bulgu, marka değişkenlerinin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisini araştırmaya yönelik uygulanan yapısal analiz ile de desteklenmiş ve örneklem özelinde farklı ilişkiler ortaya konmuştur. Öncelikle her iki uygulamada da marka kişiliğinin marka değerinin marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakati boyutlarını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Türkiye örnekleminde özellikle sorumluluk boyutundaki artış, piyasaya yönelik marka kalitesinde; İrlanda örnekleminde ise hareketlilik boyutundaki artış, marka sadakatinde önemli artış meydana getirmektedir. Her iki örnekleminde algılanan risk, öngörüldüğü şekilde yatırım yapma niyetini anlamlı ve olumsuz yönde etkilemektedir. Yani, bireylerin risk algılamaları durumunda yatırım yapma niyetleri önemli biçimde azalmaktadır. İrlanda örnekleminde benzer durum tüm marka değeri belirleyicileri ile algılanan risk arasında geçerliken, Türkiye örnekleminde marka farkındalığı ile algılanan risk arasında olumlu ve anlamlı etki tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, Türk katılımcılar için pay piyasasına yönelik marka farkındalığı arttıkça, risk algısı da artmaktadır. Bu durum, araştırmada kullanılan ölçekler içinde Türk katılımcılar üzerinde en yüksek ölçek ortalamasına sahip risk algısının, Türkiye örneklemindeki özellikli konumunu destekler niteliktedir.

Her iki ülke uygulamasında katılımcıların algıladığı riskin marka kalitesi ile yatırım yapma niyeti arasında *tam* aracı rol oynadığı tespit edilmiştir. Yani, riskin olmadığı bir ortamda yatırım yapma niyetine önemli ve pozitif katkı yapan örneklemin marka kalitesi, riskin dahil edilmesiyle etkisini *tamamen* yitirmektedir. Buna ek olarak algılanan risk, Türk katılımcılar için marka sadakati ile yatırım yapma niyeti arasında da *kısmi* aracı etkiye sahip bulunmuştur. Yani örneklemin risk algılaması durumunda, marka sadakatinin yatırım yapma niyeti üzerindeki olumlu etkisi tamamen ortadan kalkmamakta ancak istatistiksel olarak anlamlı şekilde azalmaktadır.

İrlanda örnekleminde, risk algılanması durumunda örneklemin sadece marka kalitesi algısının olumlu etkisi kaybolmakta, ancak marka farkındalığı ve marka sadakati olumlu katkı yapmaya devam etmektedir. Dolayısıyla İrlandalı katılımcıların pay piyasasına yatırım konusunda riske daha az duyarlı olduğu sonucuna varılmıştır. Türkiye örnekleminde ise, algılanan risk, marka kalitesi değişkeninin olumlu etkisini tamamen ortadan kaldırıp, marka sadakatinin olumlu etkisini önemli ölçüde azaltmaktadır. Marka farkındalığı ve yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide, algılanan riskin kısmi aracı etkisi ise, Baron ve Kenny yaklaşımı dikkate alındığında anlamlı olmazken, bootstrapping yöntemine göre anlamlıdır. Ulaşılan bu analiz sonuçları, algılanan riskin yatırım yapma niyeti üzerinde, Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasa için oldukça geniş ölçekli ve belirleyici etkisini ortaya koyarken; bu etkinin, İrlanda gibi gelişmiş bir piyasa için oldukça sınırlı olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla borsaların ve/veya finansal piyasaların gelişmişliğinin, bireylerin risk algıları ve yatırım niyetleri üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Ayrıca yatırım yapma niyetindeki varyansın, algılanan risk aracı etkisi doğrultusunda marka değişkenleri tarafından açıklanan oranı Türkiye örnekleminde %53, İrlanda örnekleminde ise %72 gibi oldukça yüksek bulunmuştur. Buradan çıkarılan sonuç, araştırma yapısal modelinin araştırma problemi doğrultusunda kurulmuş olan değişkenler arası ilişkileri oldukça başarılı şekilde açıklıyor olduğudur. Diğer bir ifadeyle, öngörüldüğü şekilde pay piyasasına yatırım yapma niyeti üzerinde marka kişiliği ve marka değeri değişkenleri istatistiksel olarak önemli etkiye sahiptir. Bu etki ise, yaş, cinsiyet, aylık gelir, yatırım deneyimine sahip olup olmama gibi değişik demografik özellikteki alt örneklem gruplarında farklılaşmaktadır.

Bu çalışma kapsamında temel olarak incelenen pay piyasalarında bireysel yatırımcı davranışlarıdır. Çalışma amaçları doğrultusunda kurumsal yatırımcılar, borsaya kote olan/olabilecek kurumlar gibi diğer borsa müşteri grupları çalışma dışı bırakılmıştır. Gelecek çalışmalar, bu grupları da içine alacak şekilde genişletilebilir. Ayrıca finansal piyasalar kapsamında sadece pay piyasası üzerinde durulmuş, tahvil, bono, döviz piyasası gibi diğer pazarlara değinilmemiştir. Bu pazarlara yönelik finans ve pazarlama ortak arayüzünde gerçekleştirilecek incelemelerin yazını zenginleştireceği düşünülmektedir. Araştırma örnekleminin farklı grupları kapsayacak şekilde değiştirilmesi ve farklı ülke ve kültürler arası karşılaştırmaların ise, araştırmanın geçerliliğine olumlu katkı yapacağı açıktır. Ayrıca finansal piyasalara yönelik tüketici algısının farklı değişkenler kapsamında incelenmesi önemli görülmektedir. Bu tür bir çalışmanın, finansal yatırıma yönelik genel olumsuz tüketici algısına karşı, doğru, gerçekçi ve etkin çözüm önerileri sunulmasına ve tasarruf oranlarını artırmak suretiyle milli ekonomiye olumlu katkılar sağlayacağına inanılmaktadır.

ÖNERİLER

Türkiye Pay Piyasası'na Yönelik Öneriler

Araştırmanın İrlanda uygulaması ile karşılaştırmalı olarak incelenen değişkenler arası ilişkiler doğrultusunda, Türkiye Pay Piyasasına yönelik öneriler şu şekilde sıralanabilir;

- Örneklemelerin pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısı incelendiğinde, Türkiye örneğinde en yüksek algıya sahip sıfatın 'dinamik' sıfatı olması dikkat çekicidir. Yaklaşık yarısının pay senedi yatırımına uzak olduğu Türkiye örneği, pay piyasasını en çok dinamik sıfatı ile tanımlamışlardır. Piyasanın reklam, tanıtım çalışmalarına gerek geleneksel mecralarda gerekse sosyal medyada hız vermesi, bunda da dinamizm vurgusu üzerinde sıklıkla durulması ve bunun güven, şeffaflık, verimlilik gibi unsurlarla desteklenmesi önerilmektedir.

- Gerek Türkiye gerekse İrlanda uygulamalarında örneklemelerin pay piyasasına yatırım davranışını etkileyen marka değeri belirleyicileri marka farkındalığı, marka güveni, marka performansı ve marka sadakati olarak öne çıkmıştır. Marka farkındalığına yönelik reklam, tanıtım çalışmalarına hız verilmesi, sponsorluklar, eğitim kurumlarıyla borsa yönetimi arasında işbirliği önerilmektedir. Marka güveni için yine borsa yönetiminin öncülük edeceği borsanın şeffaflığı, yatırımcının korunması, herhangi bir olumsuzluk durumunda tazmin edilmesi gibi konularının açıklık kazandırılması, gerek görsel gerek yazılı gerekse sosyal medyada açıklamaların yoğunlaştırılması önerilmektedir. Marka performansına yönelik borsanın işleyişi, kısa, orta, uzun vadede kazançlar ve kayıplar, yatırıma yönelik önemli ipuçları gibi bilgilendirici yazılı ve sözlü açıklamalar önemlidir. Bu açıklamaların farklı yaşta, cinsiyette, sosyo-ekonomik seviyede bireylere ulaşması daha da önemlidir. Marka sadakatine yönelik ise, milli ekonomi, milli kaynakların artırılması, ülke yatırımının mümkün olduğu kadar çok vatandaş tarafından desteklenmesi gibi unsurların vurgulanması önerilmektedir.

- Her iki ülke pay piyasasına yönelik uygulamalarda da marka kişiliğinin marka değeri belirleyicilerini olumlu yönde etkilediği, bu etkinin Türkiye örneğinde daha fazla olduğu görülmektedir. Türkiye örneğinde en kuvvetli sorumluluk boyutu ile tanımlanan pay piyasası marka kişiliği, özellikle marka kalitesi değişkeni üzerinde önemli derecede etkilidir. Dolayısıyla piyasaya yönelik güven ve performans özelliklerine vurgu yapılması önemli olmakla birlikte, bunun istikrarlı, gerçekçi, sorumluluk sahibi gibi sorumluluk algısı temelinde başlatılması önerilmektedir. Sorumlu marka kişiliğinin desteklendiği Türkiye Pay Piyasasında, marka kalitesi algısı da artış eğiliminde olacaktır.

- Türkiye örneğinin pay piyasasına yönelik risk algısı, araştırmada kullanılan tüm ölçekler içinde en yüksek ölçek ortalamasına sahiptir (3,33). Örneğin öncelikli yatırım kriterleri arasında da olan risk faktörü, marka kalitesi ve marka sadakati değişkenleri ile negatif yönlü ilişkiyken, marka farkındalığı ile pozitif yönlü ilişkilidir. Dolayısıyla daha önce önerilen marka farkındalığını artırıcı çalışmaların dikkatle yapılması, özellikle risk unsuru üzerinde önemle durularak bireyler üzerindeki etkilerinin minimize edilmeye çalışılması önerilmektedir. Aksi halde, pay piyasasının marka farkındalığının artırılması, risk algısının artırılması sonucunu da doğurabilir.

- Türkiye örneğinde algılanan risk faktörünün marka değeri değişkenleri üzerinde daha yaygın etkisi olduğu açıktır. Bireylerin pay piyasasına yönelik risk algılaması durumunda, marka kalitesi değişkeninin yatırım niyeti üzerindeki olumlu etkisi tamamen ortadan kalkmakta, marka sadakatının yatırım niyeti üzerindeki etkisi de azalmaktadır. Ayrıca marka farkındalığı da olumlu etkisini yitirmekte ve yatırım niyeti üzerinde herhangi bir etkide bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Türkiye örneğinde bireylerin risk algısını azaltmaya yönelik çalışmalar stratejik öneme sahiptir. Gerek piyasada yatırıma yönelik yaygın medya kullanımında, gerekse okullarda ve üniversitelerde gerçekleştirilecek eğitim çalışmalarında risk algısı üzerinde durulmalı ve risk yönetimine yönelik gerçekçi, tutarlı ve ısrarlı mesajlar verilmelidir.

- Türkiye örneğinin pay piyasasına yatırım yapma niyetinde kritik öneme sahip risk algısı, marka değişkenleri ile yatırım niyeti arasındaki ilişkide her demografik alt grup için farklı boyutta etkiye sahiptir. Dolayısıyla pay piyasasında yatırıma teşvik edici çalışmaların bireylerin demografik özellikleri dikkate alınarak yapılması önerilmektedir.

- Her iki uygulamada da erkek katılımcıların oranının kadın katılımcılardan fazla olduğu görülmekle birlikte, cinsiyetler arası farkın Türkiye örneğinde daha fazla olduğu görülmektedir. Aynı durum Türkiye Pay Piyasası yatırımcı profilinde de

yansımaları bulmuştur. Yatırım davranışına yönelik bu eşitsizliği ortadan kaldırmak için, büyük oranda kendi ekonomik imkanlarına sahip, aile bütçesini yönlendiren ve aileyi ilgilendiren birçok kararda yönlendirici rol üstlenen kadınların pay piyasasına çekilmesi ve yatırıma yönlendirilmesinin önemli olduğu açıktır. Öncelikle kadınların finansal okuryazarlığının artırılmasına yönelik tanıtım, eğitim, seminer gibi çalışmalar başlatılmalı, akabinde yatırım davranışını teşvik edici, özendirici uygulamalar yürürlüğe konmalıdır. İşlem giderlerinde, vergi kesintilerinde ayrıcalıklar, bedava finansal danışmanlık hizmeti, temettü dağıtımında bazı öncelikler bunlardan bazıları olabilir.

- Türkiye Pay Piyasası yatırımcı profili ile uyumlu olarak, katılımcı sayısının 41 yaş sonrasında ciddi oranda azaldığı görülmektedir. Bu durum, genellikle kariyerlerinde belli istikrarı sağlamış, aile kurmuş, sorumlulukları artmış, ayrıca rahat bir gelecek sağlama planlarına uzak olmayan, dolayısıyla pay piyasasının pazarlanabilirliği açısından önemli bir grubun dışarıda kaldığının da bir göstergesidir. Bu yaş grubundaki bireylerin pay piyasasından yarar sağlayamadığı, aynı zamanda onların finansal kaynaklarının da piyasada değerlendirilemediği açıktır. Pay piyasasına uzak olan bu ileriki yaş grubunun kaynaklarının yatırıma yönlendirilmesi için teşvik edici çalışmalarda bulunulması önemlidir. 45 yaş sonrası bireysel yatırımcıların piyasada yatırım yapmaları durumunda tanınacak özel parasal ayrıcalıklar dışında medyada tanıtıcı, ilgi çekici reklam çalışmalarının yapılması öneriler arasındadır.

- Pay piyasasında yatırım; banka mevduatı, gayrimenkul, altın, yastık altı birikim gibi diğer pek çok yatırım aracıyla/biçimiyle kıyaslandığında belli seviyede finansal okuryazarlık ve gelir seviyesi gerektiren bir tüketici davranışıdır. Milli gelir seviyesinin yükselmesi, bireylerin temel ihtiyaçlarını karşıladıktan sonra yatırıma ayırabilecek finansal olanaklara sahip olması gibi ülkenin makro ekonomik durumuna bağlı şartların iyileştirilmesinin yanı sıra, ülke genelinde finansal okuryazarlığın artırılması önemli bir şart olarak görülmektedir. Bunun için temel finans derslerinin temel eğitim seviyesinde başlatılması, yüksek öğrenim seviyesinde ise öğrencilerin öğrenim gördükleri bölümlere bakılmaksızın her bölümde zorunlu hale getirilmesi, ancak bu derslerin öğrencileri not kaygısına düşürecek nitelikte değil, eğitici, öğretici ve teşvik edici nitelikte tasarlanması önerilmektedir. Ayrıca eğitimlere, finans kuruluşlarından, aracı kurumlardan da profesyonellerin katılımının sağlanmasının öğrencilerin gerçek finans dünyası ile tanışması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Özel sektör tarafından sağlanabilecek bu

desteğin sosyal sorumluluk projeleri kapsamında değerlendirilmesi ve belli teşviklerin sağlanması da söz konusu olabilir.

- Uygulamaların demografik bilgilerinde dikkat çeken bir diğer unsur, bekar katılımcıların azınlıkta olduğudur. Bu durumun pay piyasasının yatırımcı tabanını genişletmek için iyi bir fırsat olduğu düşünülmektedir. Diğer azınlıkta olan demografik alt gruplara önerilen vergi ya da diğer kesintilere yönelik ayrıcalıklı uygulamalar, özendirici reklam çalışmaları, danışmanlık hizmeti bekar olan grup için de önerilmektedir.

- Son olarak piyasada işlem gören yatırım araçlarının bireylerin özel ihtiyaçlarına göre çeşitlenmesi gerektiği önerilmektedir. Uygulanan anket çalışmasında katılımcılara öncelikli yatırım kriterleri sorulmuş ve Türkiye örneğinde ‘diğer’ cevabını veren bireylerin çoğunluğu, ‘inançlarıma uygun olması, faizsiz yatırım’ şeklinde cevap vermiştir. Bugün faizsiz yatırımı tercih eden bireylere yönelik bazı yatırım tercihleri ve şirket listeleri olsa da, bunlarının daha özel ihtiyaçları olan alt gruplar için çeşitlendirilmesi, geniş kitlelere tanıtımının yapılması ve teşvik edilmesi önemlidir.

İrlanda Pay Piyasası'na Yönelik Öneriler

- İrlanda örneğinde, geçmişte yaşanan olumsuz tecrübelerle rağmen pay senedi yatırımı, katılımcıların öncelikli yatırım tercihi olarak ortaya çıkmıştır. Bu algının piyasanın sahip olduğu stratejik bir avantaj olduğu düşünülmekte, destekleyici uygulamalarla ülkede pay piyasasının etkinliğinin artırılacağı ve farklı kesimden bireylerin yatırım davranışının teşvik edileceği öngörülmektedir.

- Yatırım tercihlerinde pay senedini öncelikli olarak tercih etmiş olmasına rağmen, İrlanda örneğinin pay piyasasına yönelik marka kişiliği algısında ‘sıradan/alışılmış’ sıfatı en yüksek ortalamaya sahiptir. Katılımcının sıradan gördüğü ve diğerleri ile arasında herhangi bir farklılık/değer algılamadığı borsaya yatırım yapması beklenemeyeceğinden, İrlanda piyasasının yeniden yapılanması gerektiği açıktır. Bu yapılanma sürecinde borsanın yeni bir kimlik kazanması, dinamizm, güven, şeffaflık gibi unsurların altının önemle çizilmesi önerilmektedir.

- İrlanda Pay Piyasasına yatırım yapma davranışını etkileyen marka değeri belirleyicileri, marka farkındalığı, marka kalitesi ve marka sadakatidir. BIST marka değeri belirleyicilerine yönelik öneriler, ISE için de geçerlidir.

- İrlanda örneğinde marka kişiliği tek boyut olan hareketlilik boyutu ile belirlenmektedir. Bireylerin pay piyasasına yönelik dinamik, etkin, yenilikçi, cesur gibi kişilik algılarındaki artışın piyasanın marka değeri üzerine de olumlu katkı yapacağından, sıradan/alışılmış bir piyasa algısına karşı vurgulanması gereken piyasanın dinamizm boyutudur.

- İrlanda örneğine yönelik kullanılan ölçekler arasında algılanan risk ölçeği en yüksek ortalamaya sahiptir. BIST'e benzer şekilde, düşük riski öncelikli yatırım kriterleri arasında belirlemiş olan İrlanda örneği için piyasanın olumsuz risk algısına karşı stratejiler geliştirilmesi önemlidir. Gerek geleneksel gerekse sosyal medyada 'yönetilebilecek risk' algısı yayılmalı, bireyler riske karşı bilgilendirilmeli ve riski avantaja dönüştürme yolları anlatılmalıdır. Bunda, gerek borsa yönetiminin gerekse borsa ile koordineli çalışan aracı kurumların ve finans şirketlerinin öncü rol alması önemlidir.

- İrlanda örneğinin özellikle marka kalitesi algısındaki artışın risk algısını önemli ölçüde düşürdüğü, bu tek değişkenin algılanan riskteki varyansın %40'ını açıkladığı görülmektedir. Dolayısıyla riskle başa çıkma sürecinde, direkt risk algısına yönelik çalışmaların yanı sıra, marka kalitesine vurgu yapılması önemli ve destekleyici bir strateji olacaktır.

- Algılanan riskin İrlanda örneği üzerindeki etkisi, Türkiye örneğine kıyasla daha sınırlı görünmektedir. Katılımcıların pay piyasasına karşı risk algılaması durumunda, sadece marka kalitesi değişkeninin yatırım yapma niyeti üzerindeki etkisi kaybolmakta, marka sadakati ve marka farkındalığı değişkenleri ise olumlu katkı yapmaya devam etmektedir. Dolayısıyla, risk algısını önleyici çalışmalarla birlikte, marka sadakati ve marka farkındalığının artırılmasının önemini altını bir kere daha çizmekte yarar vardır. İrlanda örneği, yüksek risk algıladığında bile, ISE'ye karşı sahip olduğu farkındalık ve sadakat duyguları ile yatırım yapma eğilimindedir.

- Türkiye Pay Piyasasına benzer şekilde, İrlanda Pay Piyasasına yatırım yapma niyeti üzerinde etkili olan risk algısı, marka değişkenleri ile yatırım yapma niyeti arasındaki ilişkide her demografik alt grup için farklı boyutta etkiye sahiptir. Bu yüzden, borsa yönetiminin, marka yönetimini gerçekleştirirken, müşteri/yatırımcı grubunun demografik özelliklerini dikkate alması, her bir yatırım aracının müşteriye dönük hedeflemesini ve konumlandırmasına bu gruplara göre yönetmesi önemlidir.

- Türkiye örneğine kıyasla daha az olmakla birlikte, İrlanda örneğinde de kadın ve erkek katılımcıların oranları erkeklerin lehine fazladır. Kadın ve erkeklerin

ekonomideki etkinlikleri arasındaki makasın dar olması beklenen gelişmiş Avrupa ülkelerinden biri olan İrlanda’da, kadınların pay piyasasında yatırıma teşvik edilmesi için vergi ve işlemsel giderlerde çeşitli teşviklerin sağlanması, kadınlara yönelik danışmanlık hizmetleri verilmesi önerilmektedir. Ayrıca medyada kadınların da en az erkekler kadar etkiye sahip olduğu bir finansal piyasa ve milli ekonomi vurgusu yapan mesajlar verilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir.

- Borsa yönetiminin bizzat dahil olduğu uygulamaların yanı sıra, özel sektörden de yardım alınmasının, hem kurumsal şirketlerin yatırımcıya gelmesi hem de bireysel yatırımcının finans kurumları ile tanışması ve tereddütlerinin bizzat giderilmesi, uygulamaların etkinliğinin artırılması için önemlidir.

- İrlanda örneğinde katılımcı oranı yaşla birlikte artmaktadır. İleriki yaşlardaki bireylerin yatırım davranışı ile daha yakından ilgileniyor olması, bu dönemde belli gelire sahip, iş kaygısı bulunmayan ve geleceğini büyük ölçüde inşa etmiş bireylerin yatırıma yönlendiğini göstermekle birlikte, daha genç yaştaki bireylerin piyasa açısından önemli bir potansiyel teşkil ettiğine de işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere kıyasla, daha az gelecek kaygısı yaşayan, satın alma gücü ve eğitim seviyesi daha yüksek genç yaşlardaki bireylerin bu dönemde, riske karşı daha duyarız hatta risk arayışı içinde olabileceği, ayrıca uzun dönemli yatırıma ileriki yaşlardaki yatırımcılara nazaran daha sıcak bakabilecekleri düşünülmektedir. Genç yaş grubundaki bireylerin pay piyasasına yönlendirilmesi için, özellikle sosyal medya üzerinden tanıtımların etkili sonuç vereceği düşünülmektedir. Temel düzey eğitimde ve yüksek öğretimde zorunlu hale getirilecek finans dersleri özellikle bu gençleri yakalamakta önemli olacaktır. Ayrıca genç yaş grubundaki bireylere yönelik parasal teşvikler, vergi indirimleri ve bedava danışmanlık hizmetleri de önerilmektedir.

- Türkiye uygulamasına benzer şekilde, İrlanda uygulamasında da bekar katılımcılar azınlıktadır. Dolayısıyla borsanın potansiyel müşteri portföyüne dahil etmesi gereken bir diğer demografik alt grup, bekarlardır.

- Günümüzde finans piyasalarında değişik ihtiyaçlara sahip bireylere yönelik çözümler geliştirilmesi önem kazanmaktadır. İrlandalı katılımcılara öncelikli yatırım kriterleri sorulmuş ve ‘diğer’ cevabına veren bireylerin çoğunluğu, ‘etik yatırım, yatırımın etik olması’ cevabını vermiştir. Türkiye’deki ‘faizsiz kazanç’ arayışının başka bir yansıması olarak etik yatırım ya da sosyal boyutları olan, dezavantajlı grupları destekleyen, çok yönlü kazandıran bir yatırım uygulamasının ISE açısından önemi ve aciliyeti açıktır.

ÇALIŞMANIN GENEL ETKİLERİ

Çalışmanın Teorik Etkileri

Çalışmada öncelikle vurgulanan, yatırım davranışının sadece kazanç-kayıp odaklı, tek yönlü, oldukça teknik ve rasyonel bir davranış olmayıp, her bireyde farklı nedenleri ve etkileri olan algısal ve dinamik bir tüketici davranışı olduğudur.

Çalışmada üstünde durulan ikinci önemli nokta, özellikle 1980'lerden sonra kurumsal yapılarında değişikliğe giderek şirketleşen, stratejik ortaklıklar kuran, hatta kendi ya da başka borsalarda işlem görmeye başlayan borsaların markalaşma sürecine girdikleri ve tüketiciler, yani gerçek ve potansiyel, bireysel ve kurumsal yatırımcılar için birer marka halini aldıklarıdır.

Şirketleşme sürecini, kaçınılmaz olarak markalaşma sürecinin takip ettiğinden, bunun da ülke borsalarına ve işleyişlerine yönelik, tüketici/yatırımcı zihninde marka algısı oluşturduğundan bahsetmek mümkündür. Bu çalışmaya konu olan marka algısı ise, marka kişiliği ve marka değeri belirleyicileri etrafında şekillenmektedir.

Çalışmada ülke borsalarına (pay piyasalarına) yönelik oluşan marka kişiliğinin marka değeri belirleyicileri üzerinde etkili olduğu, marka değeri belirleyicilerinin ise pay piyasasına yatırım yapma niyetini önemli ölçüde belirlediği tespit edilmiştir. Buna göre, bireylerin pay piyasasına yatırım davranışının öncüsü olan yatırım yapma niyeti üzerinde marka değişkenleri etkilidir.

Yatırım davranışına, dinamik, irrasyonel yönleri de olan bir tüketici davranışı, finansal piyasalara ise birer marka olarak bakmanın, bugün birçok ülkede finansal piyasaların varlığına rağmen yatırımın yeterince tabana yayılmadığı, milli tasarruf oranlarının oldukça düşük seyrettiği gerçeğine farklı bir çözüm önerisi sunduğu düşünülmektedir.

Çalışmada, gelişmekte olan Türkiye Pay Piyasası, piyasa kapitalizasyonu açısından benzer nitelikte olan ancak gelişmiş piyasa örneği sergileyen İrlanda Pay Piyasası ile karşılaştırılarak, benzer ve farklı yönler ortaya konmuştur. Bu karşılaştırmanın, ISE'nin BIST'e kriter teşkil etmesi, ayrıca değişkenler arası ilişkilerin farklı ortamlarda test edilmiş olması bakımından önemlidir.

Borsa yönetimlerinin, tüm makro ekonomik değişkenlerin etkisi altında, operasyonlarına marka algılarını güçlendirici pazarlama faaliyetlerini de dahil etmesi, değişen ve evrilen tüketici istek ve ihtiyaçlarını dikkate alması ve gerektiği durumlarda yeniden yapılanmaktan kaçınmaması, finansal piyasalar aracılığıyla tasarruf oranlarını artırıcı katkı yapacaktır. Dolayısıyla finans ve pazarlama disiplinleri bu noktada birlikte hareket etmelidir.

Bu stratejik planlama sürecine yatırım yapan, yapmayan, yapmayı düşünen ya da düşünmeyen tüm bireyler dahil edilmeli, kurumsal yatırımcılar kadar bireysel yatırımcılar da önemli bir fon kaynağı olarak görülmelidir.

Son olarak, bu çalışma bireysel yatırımcılar perspektifinden şekillenmiştir. Ancak ülke borsalarına yönelik marka algısının, kurumsal yatırımcılar, stratejik ortaklar ve diğer rakip borsalar gibi daha organizasyonel bir bakış açısından da yarar sağlayacağı düşünülmektedir. Ülke pay piyasalarına yönelik güçlü bir marka kişiliği ve marka değeri algısının tüm çıkar gruplarına olduğu kadar ülke ekonomilerine de önemli katkıları olacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın Yönetimsel Etkileri

Çalışmanın öncelikle vurguladığı mesaj, borsaların kurumsal yapılarında meydana gelen değişikliğin, operasyonel işleyişlerine ve özellikle tüketicilerle ilişkilerine de yansımaları gerektiğidir. Kooperatif yapısında işlerlik gösteren borsalar için birincil öncelik, sahipliğinde bulunduğu üyelerinin çıkarlarıyken, şirketleşerek kar amaçlı kurumlara dönüşen borsaların önceliği tüketici olmalıdır.

Tüketici nezdinde borsa şirketlerine yönelik güçlü marka kişiliği ile beslenen güçlü marka değeri algısı, bireylerin yatırım yapma niyetleri, dolayısıyla gerçek yatırım davranışlarını belirleyen faktörler arasındadır.

Borsaların temel hedefleri arasında sadece kurumsal yatırımcıları çekmek ya da rakip borsalara rekabet üstünlüğü yaratmak olmamalı, bireysel yatırımcıların finansal piyasalar aracılığıyla tasarruf oranları üzerindeki ağırlıklı önemi anlaşılmalıdır.

Tüketici istek ve ihtiyaçlarının belirlenmesi ve karşılanması, borsa işleyişlerinde temel faaliyet alanlarından biri olmalıdır. Dolayısıyla kapsamlı pazar araştırması, borsalar açısından da oldukça önemli bir çıkış noktasıdır.

Gerek eğitim kurumları gerekse diğer finans kuruluşları ile koordineli çalışmalar yürütmek, ülke genelinde finansal piyasalara yönelik marka değerini güçlendirmek için önemlidir.

Tüketicilerin yatırım yapma davranışında risk algısı oldukça belirleyici ve olumsuz yönde etkili rol oynamaktadır. Bireylerin risk algılarını anlamak, risk yönetimi konularında bilgilendirici çalışmalar yapmak, hatta danışmanlıklar vermek ya da verebilecek kurumlarla işbirliği yapmak, piyasalara karşı olumsuz algıları yenmek ve yatırımcı sayısını artırmak açısından önemlidir.

Pay piyasası yatırımının oldukça karmaşık, teknik bir yatırım biçimi olduğu algısını yenmeye yönelik, basit, anlaşılır ve güven verici mesajlar içeren farklı mecralarda reklam, sponsorluk ve halkla ilişkiler çalışmaları yürütmek, bireylere direkt ulaşmak açısından önemlidir.

Finansal piyasaların temel işlevi olan fon sahipleri ile fona ihtiyaç duyanları bir araya getirmek, milli tasarruf oranlarını artırmak ve ülke ekonomisine katkı sağlamak hedeflerinin, tüketicinin piyasaya yönelik olumlu ve olumsuz algılarının altında yatan etmenleri anlamaya ve farklı çözüm önerileri sunmaya çalışmadan gerçekleştirilemeyeceği anlaşılmalıdır. Bu noktada, finans sektörü, tüketici temelli pazarlama anlayışına doğru yönelmeli ve pazarlama araçlarını etkin şekilde kullanmalıdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Aaker, David (1991), **Managing Brand Equity**, New York: The Free Press.

————— (1992), “Managing the Most Important Asset: Brand Equity”, **Planning Review**, 20(5), 56-58.

————— (1995), **Strategic Marketing Management**, New York: John Wiley&Sons Inc.

Aaker, Jennifer L. (1997), “Dimensions of Brand Personality”, **Journal of Marketing Research**, 34(3), 347-356.

Afşar, Muharrem ve Afşar, Aslı (2010), **Finansal Ekonomi**, Ankara: Detay Yayıncılık

Afzal, Hasan ve diğerleri (2010), “Consumer’s Trust in the Brand: Can it Be Built through Brand Reputation, Brand Competence and Brand Predictability”, **International Business Research**, 3(1), 43-44.

Agarwal, Sanjeev ve Teas, R Kenneth (2001), “Perceived value: Mediating role of perceived risk”, **Journal of Marketing Theory and Practice**, 9(4), 1-14.

Aish, Ehab M. A. ve diğerleri (2003), “A Cross-Cultural Perspective on the Role of Branding in Financial Services: The Small Business Market”, **Journal of Marketing Management**, 19(9-10), 1021-1042.

Ajzen, Icek (1985), From intentions to actions: A theory of planned behavior. J. Kuhl & J. Beckman (Ed.), **Action-control: From cognition to behavior içinde**, (11-39). Heidelberg: Springer.

————— (1991), “The theory of planned behavior”, **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 50, 179-211.

Ak, Rahim (19 Aralık 2014), “Borsaya 100 lira yatıran net 459 lira kazandı”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 7.

- Akerlof, George ve Schiller, Robert (2010), **Animal Spirits; How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism**, Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Aklan, Nejla Adanur ve Nargeleçekenler (2012), “Hisse Senedi Piyasasında Para Politikalarının Rolü: Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi, İ.İ.B. Dergisi**, 33(2), 103-128.
- Aksoy, Ahmet ve Tanrıöven, Cihan (2014), **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi** (5. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, Lerzan ve Özsoyer, Ayşegül (2007), “Türkiye’deki Marka Kişiliği Boyutları”, **12th Ulusal Pazarlama ve Pazarlama Araştırmaları Konferansı**, Sakarya Üniversitesi, 1-14, Sakarya.
- Aksoy, Mine ve diğerleri (2013), “Türk ve Avrupa Hisse Senedi Borsaları Arasındaki Kısa Ve Uzun Dönemli İlişkiler: Portekiz, İtalya, Yunanistan, İspanya ve İrlanda”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 189-212.
- Aksoy, Tolga ve Şahin, Işıl (2009), “Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni, 7 (www.tek.org.tr/dosyalar/KararAlma_Sahin_Aksoy.pdf, 28/02/2015).
- Akyıldız, Hüseyin (2008), “Tartışılan Boyutlarıyla ‘Homo Economicus’”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 13(2), 29-40.
- Allen, Bruce Hayward (1973), **The Dynamics of Buyer Behavior-The Simulation of Howard & Sheth Model**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, University of Manitoba, Faculty of Administrative Studies.
- Alles, Lakshman ve Murray, Louis (2001), “An examination of return and volatility patterns on the Irish equity market”, **Applied Financial Economics**, 11(2), 137-146.
- Alleyne, Philmore ve Broome, Tracey (2011), “Using the Theory of Planned Behaviour and Risk Propensity to Measure Investment Intentions among Future Investors“, **Journal of Eastern Caribbean Studies**; 36(1), 1-20.
- Allis, Peter ve McCallig, John (2007), “Do Stock Market Returns Affect Consumer Sentiment? An Irish Study”, **Irish Accounting Review**, 14(1), 1-13.

- Alpar, Reha (2014), **Uygulamalı İstatistik ve Geçerlik-Güvenirlik**, (3. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Altun, Oğuz (2008), **Borsaların Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşümü**, 0A/5, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 4-53.
- Anbar, Adem ve Eker, Melek (2009), “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(9), 129-150.
- Anderson, Paul (1979), “The Marketing Management/Finance Interface”, Neil Beckwith ve diğerleri (Ed.), **American Marketing Associations Educators’ Conference Proceedings**, 325-329, American Marketing Association.
- Armutlu, Can ve Üner, Mithat M. (2009), “Benlik İmajı Uyumu, Tüketici Tatmini ve Marka Sadakati İlişkisi Üzerine Görgül Bir Araştırma”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 11(3), 1-26.
- Arı, Güler S. (2001), “Kadın ve Erkek Yöneticilerin Güven Özelliklerine İlişkin Tutumları: Varsayımsal Astlar Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 15(1),105-120.
- Arora, Raj ve Stoner, Charles (2009) "A mixed method approach to understanding brand personality", **Journal of Product & Brand Management**, 18(4), 272-283.
- Arslan, Kahraman (2003), “Otomobil alımında tüketici davranışlarını etkileyen faktörler”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi**, 83-103 (www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423905127.pdf, 17/10/2014)
- Aspara, Jaakko ve Tikkanen, Henrikki (2010), "Consumers' stock preferences beyond expected financial returns", **International Journal of Bank Marketing**, 28(3), 193-221.
- Atılğan, Eda (2005), **Marka Değeri Belirleyicilerinin Uluslar arası Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Avcılar, Mutlu Y. (2008), “Tüketici Temelli Marka Değerinin Ölçümü”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 17(1), 11-30.
- Aydın, Gökhan ve Ülengin, Burç (2011), “Tüketici temelli marka değerinin finansal performans üzerine etkisi”, **İTÜ Dergisi/D Mühendislik**, 10(2), 58-68.

- Aysel Erciş, Aysel ve diğerleri (2013), “Kişisel Değerler ile Marka Değerleri Arasındaki İlişkiler”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 27(2), 21-41.
- Azzam, Islam (2010), “Stock Exchange demutualization and performance”, **Global Finance Journal**, 21(2), 211-222.
- Bagozzi, Richard P. ve Dholakia, Utpal (1999), “Goal Setting and Goal Striving in Consumer Behavior”, **Journal of Marketing**, 63, Fundamental Issues and Directions for Marketing, 19-32.
- Bagozzi, Richard P. ve Yi, Youjue (1988), “On the evaluation of structural equation models”, **Journal of the Academy of Marketing Science**, 16(1), 74-94.
- Balakrishnan, Bamini, K.P.D. ve diğerleri (2012), “The Impact of Brand Placement and Brand Recall (in Movies) on Brand Preference, Loyalty and Intentions to Purchase Among Younger Consumers: Empirical Evidence From Malaysia”, **Global Conference on Business and Finance Proceedings**, 7(1).
- Balasubramanian, Siva K. ve Kamakura, Wagner A. (1989), “Measuring Consumer Attitudes toward the Marketplace with Tailored Interviews”, **Journal of Marketing Research**, 26(3), 311-326.
- Baldauf, Artur ve diğerleri (2009), “The Impact of Product-Country Image and Marketing Efforts on Retailer-Perceived Brand Equity: An Empirical Analysis”, **Journal of Retailing**, 85(4), 437-452.
- Bailey, Rob ve Ball, Stephen (2006), “An Exploration of the Meanings of Hotel Brand Equity”, **Service Industries Journal**, 26(1), 15-38.
- Barber, Brad ve Odean, Terrance (2000), “Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, **Journal of Finance**, 55, 773–805.
- Barber, Brad ve Odean, Terrance (2008). “All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors”, **Review of Financial Studies**, 21(2), 785-818.
- Baron, Reuben M. ve Kenny, David A. (1986). “The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical considerations”, **Journal of Personality and Social Psychology**, 51, 1173-1182.

- Başaran, Cüneyt (19 Aralık 2014), Borsa İstanbul ve Yeni Hikayeler”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 5.
- Batra, Rajeev ve diğerleri (1993), “The Brand Personality Component of Brand Goodwill: Some Antecedents and Consequences”, David A. Aaker & Alexander L. Biel (Eds.), **Brand Equity and Advertising**, içinde (83-96), Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
- Bayram, Nuran (2013), **Yapısal Eşitlik Modellemesine Giriş, AMOS Uygulamaları**, (2. Baskı), Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Bekçi, İsmail ve Alkan, Havva (2009), “Finansal Bilgi Sisteminin Hisse Senetlerine Yatırım Kararı Üzerine Etkisi; IMKB’de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 14(3), 1-20.
- Benli, Yasemin Keskin ve diğerleri (2012), “Common Stochastic Trend and Co-integration in the Stock Exchange Markets: European Countries and Turkey”, **African Journal of Business Management**, 6(7), 2565-2577.
- Bentes, Sonia R. ve diğerleri (2013), “A Figarch Approach to Stock Market Volatility: Evidence from Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain”, **International Journal of Academic Research**, 5(6), 107-111.
- Berry, Leonard L. (2000), “Cultivating Service Brand Equity”, **Journal of the Academy of Marketing Science**, 28(1), 128-137.
- Biel, Alexander (1992), “How Brand Image Drives Brand Equity”, **Journal of Advertising Research**, RC6-RC12.
- Billett, Matthew T. ve diğerleri (2014), “Glamour brands and glamour stocks”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, 107, 744-759.
- Black, W (1977), “Industrial development and regional policy”, **Economic Activity in Ireland**, N. Gibson & JE Spencer (Ed.), Dublin: Gill and Macmillan.
- Blavatsky, Pavlo R. (2007), “Stochastic expected utility theory”, **Journal of Risk and Uncertainty**, 34(3), 259-286.
- Bond, Samuel D. ve diğerleri (2008), “Generating Objectives: Can Decision Makers Articulate What They Want?”, **Management Science**, 54(1), 56-70.

- Borsa İstanbul, BIST (t.y.), **Cevaplarla Borsa ve Sermaye Piyasası Raporu**, 1-101. (http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Cevaplarla_Borsa_ve_Sermaye_Piyasasi.pdf, 27/12/2014).
- (t.y.), **Çocuklar için Borsa - Borsayla Tanışma**, (<http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Cocuklar-icin-Borsa.pdf> , 12.12.2015).
- Bosnjak, Michael ve diğerleri (2007), “Dimensions of Brand Personality Attributions: A Person-Centric Approach in the German Cultural Context”, **Social Behavior and Personality**, 35(3), 303-305.
- Briggs, Rachael (2015), “Normative Theories of Rational Choice: Expected Utility”, **The Stanford Encyclopedia of Philosophy**, Stanford, CA: The Metaphysics Research Lab (<http://plato.stanford.edu/archives/win2015/entries/rationality-normative-utility/>, 01/12/2014).
- Budak, Alparslan ve Çikot, Özcan (2011), **Dünyada Borsa Şirketleşmeleri, Satın Alma ve Birleşmeleri**, 58, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayınları.
- Buil, Isabel ve diğerleri (2008) “A Cross-National Validation of the Consumer-Based Brand Equity Scale”, **Journal of Product and Brand Management**, 17(6), 384-392.
- Byrne, Barbara (2010), **Structural Equation Modeling with AMOS**, (2. Baskı), USA: Routledge, Taylor & Francis Group.
- Caprara, Gianvittorio V. ve diğerleri (2001), “Brand Personality: How to Make the Metaphor Fit?”, **Journal of Economic Psychology**, 22, 390-392.
- Cerny, Philip G. (1994), “The dynamics of financial globalization: Technology, market structure, and policy response”, **Policy Sciences**, 27, 319-342.
- Chang, Ching-Hsun ve Chen, Yu-Shan (2014), “Managing green brand equity: the perspective of perceived risk theory”, **Quality & Quantity Journal**, 48,1753-1768.
- Chang, Hsin H. ve Liu, Ya M. (2009), “The Impact of Brand Equity on Brand Preference and Purchase Intentions in the Service Industries”, **Service Industries Journal**, 29(12), 1687-1706.

- Chaudhuri, Arjun ve Holbrook, Morris B. (2001), "The Chain of Effect from Brand Trust and Brand Affect to Brand Performance: The Role of Brand Loyalty", **Journal of Marketing**, 65(2), 81-93.
- Chelley-Steeley, Patricia ve Lucey Brian (2008), "The Microstructure of the Irish Stick Market", **Multinational Finance Journal**, 12(3/4), 279-311.
- Christodoulides, George ve diğeri (2006), "Conceptualising and Measuring the Equity of Online Brands." **Journal of Marketing Management**, 22(7/8), 799-825.
- Churchill, Gilbert A. (1995), **Marketing Research, Methodological Foundations**, 6. Baskı, USA: The Dryden Press.
- Cicchetti, Charles J., Dubin, Jeffrey A. (1994), "A microeconomic analysis of risk aversion and the decision to self-insure", **The Journal of Political Economy**, 102(1), 169-186.
- Cobb-Walgren, C. J. ve diğeri (1995), "Brand equity, brand preference, and purchase intent", **Journal of Advertising**, 24, 25-40.
- Cohen, Randolph B. ve diğeri (2002), "Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions", **Journal of Financial Economics**, 66(2-3), 409-462.
- Coleman, Darren Andrew ve diğeri (2015), "B2B service brand identity and brand performance: An empirical investigation in the UK's B2B IT services sector", **European Journal of Marketing**, 49(7/8), 1139-1162.
- Coşkun, Metin (2010), **Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar Analiz**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Cotter, John (2004), "International equity market integration in a small open economy: Ireland January 1990–December 2000", **International Review of Financial Analysis**, 13, 669-685.
- Çabuk, Serap ve Atılğan, Kalender Ö. (2011), "Kadın Tüketicilerin Algıladıkları Marka Denkliliğini Belirleyen Faktörler: Markalı Hazır Giyim Ürünleri Üzerine Bir Çalışma", **İşletme Fakültesi Dergisi**, 12(1), 83-95.

- Çal, Betül (2015), “Reconciliation of Expectancy-Valence and Expectation-Disconfirmation Paradigms in Investment Decisions: Case of Turkish Equity Investors”, **International Journal of Business and Social Research**, 5(1), 15-32.
- Çalık, Metin ve diğerleri (2013), “Bütünleşik Pazarlama İletişimi, Marka Performansı ve Pazar Performansı İlişkisinin İncelenmesi”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 9(19), 137-161.
- Çelik, H. E. Ve Yılmaz, V. (2013), **LISREL 9.1. ile Yapısal Eşitlik Modellemesi Temel Kavramlar – Uygulamalar – Programlama** (2. Baskı), Ankara: Anı Yayıncılık.
- Chen, Rong ve He, Feng (2003), “Examination of brand knowledge, perceived risk and consumers' intention to adopt an online retailer”, **Total Quality Management & Business Excellence**, 14(6), 677-693.
- Çilingir, Zuhale ve Yıldız, Salih (2010), “Tüketicilerin Ürünlere Olan İlgileniminin Marka Sadakati Üzerindeki Etkisi: Sembolik Nitelikteki Bir Ürün Grubu İçin İstanbul İli Pilot Çalışması”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(11), 79-100.
- Çokluk, Ömay ve diğerleri (2012), **Sosyal Bilimler İçin Çok Değişkenli İstatistik, SPSS ve LISREL Uygulamaları**, (2. Baskı), Ankara: Pegem Akademi.
- de Chernatony, Leslie ve Cottam, Susan (2006), "Internal brand factors driving successful financial services brands", **European Journal of Marketing**, 40(5/6), 611-633.
- de Chernatony, Leslie ve diğerleri (2004) “Developing a brand performance measure for financial services brands”, **Services Industries Journal**, 24(2), 15-33.
- Delgado-Ballester , Elena ve Munuera-Alemán, José Luis (2005), "Does brand trust matter to brand equity?", **Journal of Product & Brand Management**, 14(3), 187-196.
- Deloitte Türkiye (t.y.), **Türkiye Finans Sektörü Raporu**, 1-59.
- Devlin, James F. ve Azhar, S. (2004), “Life would be a lot easier if we were a Kit Kat: practitioners' views on the challenges of branding financial services successfully”, **Brand Management**, 12(1), 12-30.
- Dew, Leah ve Kwon, Wi-Suk (2010), “Exploration of Apparel Brand Knowledge: Brand Awareness, Brand Association, and Brand Category Structure”, **Clothing and Textile Research Journal**, 28, 1-16.

- Dick, Alan S. ve Basu, Kunal (1994), “Customer loyalty: toward an integrated conceptual framework”, **Journal of the Academy of Marketing Science**, 22, 99-113.
- Dinçer, Banu ve Dinçer Caner (2010) “Rethinking Brands in the Emerging Financial Markets”, **Yönetim ve Ekonomi**,17(1), 11-20.
- Doğanay, Murat (2010), **Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Tercihleri ve Stratejilerinin Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Domowitz, Ian ve Steil, Benn (1999), “Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry”, **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**, 33-92 (i.cfr.org/.../publications/attachments/Brookings-Wharton.pdf, 30/06/2014).
- Don Bredin, Don ve Hyde, Stuart (2008), “Regime Change and the Role of International Markets on the Stock Returns of Small Open Economies”, **European Financial Management**, 14(2), 315-346.
- Dorn, Daniel ve Huberman, Gur (2010), “Preferred risk habitat of individual investors”, **Journal of Financial Economics**, 97(1), 155-173.
- Duxbury, Darren ve Summers, Barbara (2004), “Financial risk perception. Are individuals variance averse or loss averse?”, **Economics Letters**, 84, 21-28.
- Dünya Borsalar Birliği, WFE (2013), **Cost and Revenue Survey**, WFE Yayınları.
- Dünya Bankası ve T.C. Kalkınma Bakanlığı (2011), **Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü, Türkiye Ülke Ekonomik Raporu** (<https://www.siteresources.worldbank.org>).
- Dwyer, Peggy D. ve diğerleri (2002), “Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors”, **Economics Letters**, 76, 151-158.
- Ekinci, Yuksel ve Hosany, Sameer (2006), “Destination Personality: An Application of Brand Personality to Tourism Destinations”, **Journal of Travel Research**, 45(2), 127-139.
- Ellsberg, Daniel (1961), “Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms”, **Quarterly Journal of Economics**, 75(4), 643-669.

- Elmas, Bekir (2010), **Hisse Senedi Yatırımcılarının Davranışsal Özellikleri-Bireysel Yatırımcıya Yönelik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Erdil, S. ve diğerleri (2004), “Tüketicilerin Satın Alma Davranışında Marka Bağlılığının Etkisi ve Küçük Ev Aletlerinin Satın Alınmasında Dikey ve Yatay Marka Bağlılığının Etkisinin Test Edilmesine İlişkin Bir Saha Çalışması”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi**, 1-6, 22, 117-127.
- Koç, Erdoğan (2013), **Tüketici Davranışı ve Pazarlama Stratejileri, Global ve Yerel Yaklaşım**, (5. Baskı), Ankara: Sseçkin Yayıncılık.
- Eren, Selim S. ve Erge, Aydın (2012), “Marka Güveni, Marka Memnuniyeti ve Müşteri Değerinin Tüketicilerin Marka Sadakati Üzerine Etkisi”, **Journal of Yasar University**, 26(7), 4455-4482.
- Ergun, Ugur ve Nor, Abu Hassan S. M. (2009), “Unionization and the External Linkages of Turkish Stock Market”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 31, 93-100.
- Ertaş, Vahdettin (19 Aralık 2014),”Krizlere karşı dimdik ayaktayız”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 2.
- Eser, G. (2011), “Güven Eğiliminin Algılanan Örgütsel Destek Üzerindeki Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 1, 365-376.
- Faircloth, James B. ve diğerleri (2001), “The Effect of Brand Attitude and Brand Image on Brand Equity”, **Journal of Marketing Theory and Practice**, 9(3), 61-75.
- Farquhar, Peter H. (1990), “Managing Brand Equity”, **Journal of Advertising Research**, 30(4), RC7-RC12.
- Finucane, Melissa L. ve diğerleri (2000), “Gender, race, and perceived risk: The 'white male' effect”, **Health, Risk & Society**, 2(2), 159-172.
- Fish, Jonathan S. (2013), “Homo duplex revisited: A defence of Emile Durkheim’s theory of the moral self”, **Journal of Classical Sociology**, 13(3), 338-358.
- Fishbein, Martin ve Ajzen, Icek (1975). **Belief, Attitude, Intention and Behavior: An Introduction to Theory and Research**, Reading, MA: Addison-Wesley.

- Folse, Judith Anne Garretson ve diğ erleri (2012), "How the Personality Traits of Sincerity, Excitement, and Competence Help to Build Equity", **Journal of Advertising**, 41(1), 17-32.
- Fornell, Claes ve Larcker, David F. (1981), "Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error", **Journal of Marketing Research**, 18(1), 39-50.
- Fraering, Martin ve Minor, Michael S. (2013), "Beyond loyalty: customer satisfaction, loyalty, and fortitude", **Journal of Services Marketing**, 27(4), 334-344.
- Freling, Traci H. ve Forbes, Lukas P. (2005), "An empirical analysis of the brand personality effect", **Journal of Product & Brand Management**, 14(7), 404-413.
- Frieder, Laura ve Subrahmanyam, Avaniidhar (2005), "Brand Perceptions and the Market for Common Stock", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 40(1), 57-85.
- Getzner, Michael ve Grabner-Kräuter, Sonja (2004) "Consumer preferences and marketing strategies for "green shares": Specifics of the Austrian market", **International Journal of Bank Marketing**, 22(4), 260-278.
- Geuens, Maggie ve diğ erleri (2009), "A New Measure of Brand Personality", **International Journal of Research in Marketing**, 26, 97-107.
- Gfk Türkiye, (Nisan, 2011), **Sermaye Piyasası Algı ve Yatırım Potansiyeli Belirleme Araştırması**, 1-33 (<https://www.tspb.org.tr/yatirimci-almi-arastirmalari/>).
- Ghirardato, Paolo ve diğ erleri (2004), "Differentiating ambiguity and ambiguity attitude", **Journal of Economic Theory**, 118, 133-173.
- Gigerenzer Gerg ve Selten, Reinhard (2001), **Bounded Rationality: The Adaptive Toolbox**, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Gollwitzer, Peter M. (1999), "Implementation intentions: Strong effects of simple plans", **American Psychologist**, 54(7), 493-503.
- Grable, John E. & Lytton, Ruth H. (1998), "Investor risk tolerance: testing the efficacy of demographics as differentiating and classifying factors", **Financial Counseling and Planning**, 9(1), 61-73.

- Grable, John E. ve diğerleri (2004), "Projection bias and financial risk tolerance", **The Journal of Behavioral Finance**, 5(3), 142-147.
- Grohmann, Bianca (2009), "Gender Dimensions of Brand Personality", **Journal of Marketing Research**, 46(1), 105-119.
- Grubb, Edward L. ve Grathwohl, Harrison L. (1967), "Consumer Self-Concept, Symbolism and Market Behavior: A Theoretical Approach", **Journal of Marketing**, 31(4), 22-27.
- Grullon, Gustavo ve diğerleri (2004), "Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity", **Review of Financial Studies**, 17(2), 439-461.
- Hair, Joseph F. ve diğerleri (2009), **Multivariate Data Analysis: A Global Perspective**, (7. Baskı), Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Hallahan, Terrene ve diğerleri (2004), "An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance", **Financial Services Review**, 53, 57-78.
- Hamilton, James L. (1978), "Marketplace Organization and Marketability; Nasdaq, The Stock Exchange and the National Market System", **Journal of Finance**, 33(2), 487-503.
- Harrant, Valerie ve Vaillant, Nicolas G. (2008), "Are women less risk averse than men? The effect of impending death on risk-taking behavior", **Evolution and Human Behavior**, 29(6), 396-401.
- Harrison, Frank (2013), "Digging Deeper Down into the Empirical Generalization of Brand Recall", **Journal of Advertising Research**, 53(2), 181-185.
- Harrison, Glenn W. ve diğerleri (2013), "Preferences over social risk", **Oxford Economic Papers**, 65(1), 25-46.
- Hartog, Joop ve diğerleri (2002), "Linking measured risk aversion to individual characteristics", **Kyklos**, 55(1), 3-26.
- Hastak, Manoj ve Mitra, Anusree (1996), "Facilitating and Inhibiting Effects of Brand Cues on Recall, Consideration Set, and Choice", **Journal of Business Research**, 37, 121-122.

- Hauser, John R. (2014), "Consideration-set heuristics", **Journal of Business Research**, 67, 1688-1699.
- Heath, Chip ve Tversky, Amos (1991), "Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty", **Journal of Risk and Uncertainty**, 4(1), 5-28.
- Hickson, Charles R. ve Turner, John D. (2005), The rise and decline of the Irish stock market, 1865-1913, **European Review of Economic History**, 9, 3-33.
- Hirshleifer David (2001), "Investor Psychology and Asset Pricing", **Journal of Finance**, LVI(4), 1533-1597.
- Hoeffler, Steve ve Keller, Kevin L. (2002), "Building Brand Equity Through Corporate Societal Marketing", **Journal of Public Policy and Marketing**, 21(1), 78-89.
- Hong, Harrison ve Stein, Jeremy C. (2007), "Disagreement and the Stock Market", **Journal of Economic Perspectives**, 21(2), 109-128.
- Hooper, Daire ve diğerleri, (2008), "Structural Equation Modelling: Guidelines for Determining Model Fit", **Electronic Journal of Business Research Methods**, 6(1), 53-60.
- Howard, John A. ve Ostlund, Lyman E. (1973), **Buyer behavior: Theoretical and empirical foundations**, New York: Alfred A. Knopf (http://books.google.com.tr/books?id=UwLNV48zWO0C&pg=PA626&lpg=PA626&dq=Andreasan+Modeli&source=bl&ots=m_UhhQqjod&sig=lpBhTuJI993B63KCMcM7jJNWmIw&hl=tr&sa=X&ei=Y8d1VJKmLaaCzAO6xoCQBA&ved=0CD4Q6AEwCA#v=onepage&q&f=false, 26.11.2014).
- Howard, John A. ve Sheth, Jagdish N. (1969), **The theory of buyer behavior**, New York: Wiley.
- Howcroft, B. ve Durkin, M. (2003), "Editorial: effective marketing management in Financial services contexts", **Journal of Marketing Management**, 19, 911-14.
- Huang, Rong ve Sarigöllü, Emine (2012), "How brand awareness relates to market outcome, brand equity, and the marketing mix", **Journal of Business Research**, 65, 93-99.
- Huberman, Gur (2001), "Familiarity breeds investment", **Review of Financial Studies**, 14(3), 659-680.

- Hult, G. Tomas ve diğ erleri (2008), “An assessment of the measurement of performance in international business research”, **Journal of International Business Studies**, 39, 1064–1080.
- Hutter, Katja ve diğ erleri (2013), "The impact of user interactions in social media on brand awareness and purchase intention: the case of MINI on Facebook", **Journal of Product & Brand Management**, 22(5/6), 342-351.
- Hübler, Olay ve diğ erleri (2008), “Financial Liberalisation in Emerging Markets: How Does Bank Lending Change?”, **The World Economy**, 31(3), 393-415.
- Infosino, William J. (1986), “Forecasting New Product Sales from Likelihood of Purchase Ratings”, **Marketing Science**, 5(4), 372-384.
- İrlanda Uluslararası Finansal Hizmetler Sektörü Raporu (IFS2020: A Strategy for Ireland’s International Financial Services sector 2015-2020)** (2015), Mart, Dublin: Finance Department, Stationary Office, 1-56.
- İrlanda Pay Piyasası Raporu – **Local Support Global Reach** (2014), October [Ekim].
- İstanbul Üniversitesi, Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, SERPAM (2013), **Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu**, 3-32.
- Jacobsen, Björn P. (2009),"Investor-based place brand equity: a theoretical framework", **Journal of Place Management and Development**, 2(1), 70-84.
- (2012),"Place brand equity: a model for establishing the effectiveness of place brands", **Journal of Place Management and Development**, 5(3), 253-271.
- Jagannathan, Ravi ve Kocherlakota, Narayana R. (1996), “Why Should Older People Invest Less in Stocks Than Younger People?”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, 20, 11-12.
- Jalilvand, Mohammad Reza ve diğ erleri (2011), “The Effect of Brand Equity Components on Purchase Intention: An Application of Aaker’s Model in the Automobile Industry”, **International Business and Management**, 2(2), 149-157.
- Javalgi, Rajshekhar G. ve Moberg, Christopher R. (1997), “Service loyalty: implications for service providers”, **Journal of Services Marketing**, 11(3), 165-179.

- Jing Lu, Jing ve Chou, Robin K. (2012), “Does the weather have impacts on returns and trading activities in order-driven stock markets? Evidence from China”, **Journal of Empirical Finance**, 19(1), 79-93.
- Jöreskog, Karl G. ve Sörbom, Dag (1993), **LISREL 8: Structural Equation Modeling with the SIMPLIS Command Language**, USA: Scientific Software International.
- Kabadayı, Ebru T. ve Aygün, İnci (2007), “Determinants of Brand Loyalty and the Link between Brand Loyalty and Price Tolerance”, **Boğaziçi Journal**, 21(1-2), 21-35.
- Kahneman, David ve Tversky, Amos (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”, **Econometrica**, 47(2), 263-291.
- Kalaycı, Şeref (2014), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri** (6. Baskı), Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kamakura, Wagner A. ve Russell, Gary J. (1993), “Measuring Brand Value with Scanner Data”, **International Journal of Research in Marketing**, 10, 9-26.
- Kamesaka, Akiko ve diğerleri (2003), “Investment patterns and performance of investor groups in Japan”, **Pasific-Basin Finance Journal**, 11, 1-22.
- Kavas, Alican (2004), “Marka Değeri Yaratma”, **Pazarlama ve İletişim Kültürü Dergisi**, 3(8), 16-25.
- Kearney, Colm (1998), “The Causes of Volatility in a Small, Internationally Intergrated Stock Market: Ireland, July 1975-June 1994”, **Journal of Financial Research**, 21(1), 85-104.
- Keller, Carmen ve Siergist, Michael (2006), “Investing in stocks: the influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes”, **Journal of Economic Psychology**, 27(2), 285-303.
- Keller, Kevin L. (1993), “Conceptualizing, measuring, and managing customer-based brand equity”, **Journal of Marketing**, 57,1-9.
- (2012), **Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity**, (4th Basım), New York: Prentice Hall.
- Keller, Kevin L. ve Lehmann, Donald R. (2006), “Brands and Branding: Research Findings and Future Priorities”, **Marketing Science**, 25(6), 740-759.

- Kelloway, E. Kevin (2014), **Using Mplus for Structural Equation Modeling: A Researcher's Guide**, (2. Baskı), USA: Sage Publications.
- Keloharju, Matti ve diğerleri (2012), "Do Investors Buy What They Know? Product Market Choices and Investment Decisions", **Review of Financial Studies**, 25(10), 2921-2955.
- Kim, Hong-bumm ve diğerleri (2003), "The Effect of Consumer-Based Brand Equity on Firms' Financial Performance", **Journal of Consumer Marketing**, 20(4), 335-351.
- Kline, Rex B. (2010), **Principles and Practice of Structural Equation Modelling**, (3. Baskı), New York: The Guilford Press.
- Kluver, Jesse ve diğerleri (2014), "Behavioral ethics for Homo economicus, Homo heuristicus, and Homo duplex", **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 123(2), 150-158.
- Korkofingas, Con ve Ang, Lawrence (2011), "Product recall, brand equity, and future choice", **Journal of Marketing Management**, 27(9-10), 959-975.
- Kotler, Philip ve diğerleri (2005), **Principles of Marketing**, (4th European Edition), Pearson Education Limited.
- Krishnan, Balaji C. ve Hartline, Michael D. (2001) "Brand equity: is it more important in services?", **Journal of Services Marketing**, 15(5), 328-342.
- Kumar, Dilip (2013), "Are PIIGS stock markets efficient?", **Studies in Economics and Finance**, 30(3), 209-225.
- Kumar, Ravi Shekhar ve diğerleri (2013), "The nature and antecedents of brand equity and its dimensions", **Marketing Intelligence & Planning**, 31(2), 141-159.
- Kurtuluş, Kemal (2004), **Pazarlama Araştırmaları** (8. Baskı), İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Lassar, Walfried ve diğerleri (1995), "Measuring Customer-based Brand Equity", **Journal of Consumer Marketing**, 12(4), 11-19.
- Levent, Sefer (22 Aralık 2014), "Borsa-finans muhabiri bildiriyor", **Hürriyet Gazetesi-Dünyanın Borsası-Borsa İstanbul Eki**, 2.

- Levine, Ross (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence", Philippe Aghion ve Steven N. Durlauf (Ed.), **Handbook of Economic Growth**, içinde Chapter 12, 1A, North Holland: Elsevier.
- Levy, Sydney J. (1959), "Symbols for Sale", **Harvard Business Review**, 37(4), 117 -123.
- Lin, Long-Yi (2010), "The relationship of consumer personality trait, brand personality and brand loyalty: an empirical study of toys and video games buyers", **Journal of Product & Brand Management**, 19(1), 4-17.
- Louis, Didier ve Lombart, Cindy (2010), "Impact of brand personality on three major relational consequences (trust, attachment, and commitment to the brand)", **Journal of Product & Brand Management**, 19(2), 114-130.
- Loureiro, Sandra M. C. (2013), "The Effect of Perceived Benefits, trust, Quality, Brand awareness/Associations and Brand Loyalty on Internet Banking Brand Equity", **International Journal of Electronic Commerce Studies**, 4(2), 139-158.
- Lovett, Mitchell J. ve MacDonald, Jason B. (2005), "How Does Financial Performance Affect Marketing? Studying the Marketing-Finance Relationship From a Dynamic Perspective", **Journal of the Academy of Marketing Science**, 33(4), 476-485.
- Low, George ve Lamb, Charles W. (2000), "The Measurement and Dimensionality of Brand Associations", **Journal of Product and Brand Management**, 9(6), 350-370.
- Lucey, Brian M. (2005), "Does volume provide information? Evidence from the Irish Stock Market", **Applied Financial Economics Letters**, 1(2), 105-109.
- Luo, Xueming (2003), "Evaluating the profitability and marketability efficiency of large banks. An application of data envelopment analysis", **Journal of Business Research**, 56, 627-635.
- Mackalski, R. ve Belisle, F. F. (2011), "Measuring the Short-term Spillover Impact of a Product Recall on a Brand Ecosystem", **Amerikan Pazarlama Derneği Yaz Eğitimcileri Konferansı Bildiri Kitabı**, 401-402.
- Mackay, Maio M. (2001), "Evaluation of brand equity measures: further empirical results", **Journal of Product & Brand Management**, 10(1), 38-51.

- Malhotra, Naresh K. (1988), “Self-concept and product choice: an integrated perspective”, **Journal of Economic Psychology**, 9(1), 1-28.
- Malhotra, Naresh K. ve Birks, David F. (2007), **Marketing Research. An Applied Approach**, (3rd Avrupa Baskı), UK: Prentice Hall.
- Malik, Muhammad E. ve diğerleri (2013), “Importance of Brand Awareness and Brand Loyalty in assessing Purchase Intentions of Consumer”, **International Journal of Business and Social Sciences**, 4(5), 167-171.
- Marangoz, Mehmet (2007), “Tüketici Davranışı Temeline Göre Marka Değerinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 7(28), 87-96.
- Martensen, Anne ve Grønholdt, Lars. (2010), “Measuring and managing brand equity: A study with focus on product and service quality in banking”, **International Journal of Quality and Service Sciences**, 2(3), 301-303.
- Martin, Ron ve Turner, David (2000), “Demutualization and the remapping of financial landscapes”, **Transactions of the Institute of British Geographers**, 25(2), 221-241.
- Mayer, Roger C. ve diğerleri (1995). “An Integrative Model of Organizational Trust”, **Academy of Management Review**, 20(3), 709-734.
- Meydan, Harun C. ve Şeşen, Harun (2011), **Yapısal Eşitlik Modellemesi AMOS Uygulamaları**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Miclea, Camelia S. ve Sacui, Violeta (t.y.), “The levels of value in business valuation. The discount for lack of marketability”, **Annals of the University of Oradea, Economic Science Series**, 572-576.
- Miller, Alan ve Grazer, William F. (2003), “Complaint Behaviour as A Factor in Cruise Line Losses: An Analysis of Brand Loyalty”, **Journal of Travel & Tourism Marketing**, 15(1), 78-91.
- Morwitz, Vicki G. ve diğerleri (2007), “When do purchase intentions predict sales?”, **International Journal of Forecasting**, 23, 347-364.
- Mousavi, Shabnam ve Gigerenzer, Gerd (2014), “Risk, uncertainty, and heuristics”, **Journal of Business Research**, 67(8), 1671-1678.

- Mulligan, Christina (1996), "The Irish Stock Exchange and Regulatory Change", **Irish Business and Administrative Research**, 17, 122-131.
- Muradoglu, Gulnur ve Harvey, Nigel (2012), "Behavioural finance: the role of psychological factors in financial decisions", **Review of Behavioural Finance**, 4(2), 68-80.
- Mutlu, H. Murat ve diğ erleri (2011), "Tüketici Etnosentrizmi ve Yabancı Ürün Satın Alma Niyeti: Türkiye ve Suriye Üzerine Karşılaşt ırmalı Analiz", **Sosyoekonomi**, 52-73.
- Nakip, Mahir (2013), **Pazarlamada Araştırma Teknikleri**, (3. Baskı), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Netemeyer Richard G. ve diğ erleri (2004), "Developing and Validating Measures of Facets of Customer-based Brand Equity", **Journal of Business Research**, 57, 209-224.
- Nicosia, Francesco M. (1968), "Advertising Management, Consumer Behavior and Simulation", **Journal of Advertising Research**, 8(1), 29-37.
- Nunnally, Jum C. ve Bernstein, Ira H. (1994), **Psychometric Theory** (3. Baskı), USA: McGraw-Hill, Inc.
- Odabaşı, Yavuz (2012), **Postmodern Pazarlama**, (3. Basım), İstanbul: Kapital Medya.
- Odabaşı, Yavuz ve Barış, Gülfidan (2002), **Tüketici Davranışı**, İstanbul: MediaCat Yayınları.
- Odabaşı, Yavuz ve Oyman, Mine (2004), **Pazarlama İletişimi Yönetimi**, İstanbul: Kapital Medya A.S.
- Oh, Haemoon (2000), "The Effect of Brand Class, Brand Awareness, and Price on Customer Value and Behavioral Intentions", **Journal of Hospitality & Tourism Research**, 24, 136-162.
- Ohnemus, Lars (2009), "Is branding creating shareholder wealth for banks?", **International Journal of Bank Marketing**, 27(3), 186-201.
- Oliveira-Castro, Jorge M. ve diğ erleri (2008), "Consumer-based brand equity and brand performance", **The Service Industries Journal**, 28(4), 445-461.
- Oliver, Richard L. (1999), "Whence Consumer Loyalty?", **Journal of Marketing**, 63, Fundamental Issues and Directions for Marketing, 33-44.

- Olsen, Robert A. ve Cox, Constance M. (2001), "The Influence of Gender on the Perception and Response to Investment Risk: The Case of Professional Investors", **Journal of Psychology and Financial Markets**, 2(1), 29-36.
- Otchere, Isaac (2006), "Stock Exchange self-listing and value effects", **Journal of Corporate Finance**, 12(5), 926-953.
- Önce, Asım Günal (Ed.) (2013), **Pazarlamannın Temelleri**, 13. Baskı, Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Özdemir, Mustafa ve Koçak, Akın (2012), "İlişkisel Pazarlama Çerçevesinde Marka Sadakatinin Oluşumu ve Bir Model Önerisi", **Ankara Üniversitesi, SBF Dergisi**, 67(2), 127-156.
- Özer, Leyla ve diğerleri (2013), "Bankacılık Sektöründe Müşteri Değerinin Marka Algıları ve Müşteri Sadakati Çerçevesinde İncelenmesi", **Sosyoekonomi**, 1, 296-313.
- Parasız, İlker (2005), **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, (8. Baskı), Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Podsakoff, Philip M. ve diğerleri (2003), "Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies", **Journal of Applied Psychology**, 88(5), 879-903.
- Pompian, Michael M. (2006), **Behavioral Finance and Wealth Management. How to build optimal portfolios that account for investor biases**, New Jersey: Wiley.
- Preacher, Kristopher J. ve Hayes, Andrew F. (2004), "SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models", **Behavior Research Methods, Instruments, & Computers**, 36(4), 717-731.
- Ramaseshan, B; Stein, Alisha (2014), "Connecting the dots between brand experience and brand loyalty: The mediating role of brand personality and brand relationships", **Journal of Brand Management**, 21(7-8), 664-683.
- Ramos, Sofia B. (2006), "Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?", **Swiss Finance Institute, Research Paper Series**, 06-10.
- Rampl, Linn V. ve Kenning, Peter (2014), "Employer brand trust and affect: linking brand personality to employer brand attractiveness", **European Journal of Marketing**, 48(1/2), 218-236.

- Reddan, Fiona (15 Nisan 2014), “Irish Stock Exchange changes to PLC status: Exchange demutualises with six stockbrokers taking a shareholding”, **Irish Times**, 1.
- Reid, Mike (2003), “IMC–performance relationship: further insight and evidence from the Australian marketplace”, **International Journal of Advertising: The Review of Marketing Communications**, 22(2), 227-248.
- Roszkowski, Michael J. (1998), “Risk tolerance in financial decisions”. Cordell, D.M. (Ed.), **Readings in Financial Planning içinde** (281-328), The American College Bryn Mawr, PA.
- Rousseau, Denise M. ve diğeri (1998), “Not so Different After All: A Cross Discipline View of Trust”. **Academy of Management Review**, 23, 393-404.
- Sabancı Güler (30 Eylül 2014), “İç disiplin kazandırıyor”, **Yeni Şafak – Borsa İstanbul – Dünya’nın Yeni Finans Merkezi Eki**, 4.
- Sahney, Sangeeta (t.y.), **Consumer Behavior, Module 5, Ders Notları**, Indian Institute of Technology Kharagpur, Vinod Gupta School of Management ([http://www.nptel.ac.in/courses/110105029/pdf%20sahany/Module5.\(11\)_doc.pdf](http://www.nptel.ac.in/courses/110105029/pdf%20sahany/Module5.(11)_doc.pdf), 27.11.2014).
- Saraç, Mehmet ve Kahyaoğlu, Mehmet Burak (2011), “Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, 5(2), 135-157.
- Schich, Sebastian (2003), “Prospects for Stock Exchanges”, **Financial Market Trends**, 85, 89-117.
- Schoenbachler, Denise D. ve diğeri (2004), “Building brand loyalty through individual stock ownership”, **Journal of Product & Brand Management**, 13(7), 488-497.
- Schumacker, Randall E. ve Lomax, Richard G. (2010), **A Beginner’s Guide to Structural Equation Modeling**, (3. Baskı), USA: Routledge, Taylor & Francis Group.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2015), **Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Raporu** (Eylül), Ankara: Kurum Yayınları (<http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pdtd=PERD02>, 12/04/2014).
- Severi, Erfan ve Ling, Kwek C. (2013), “The Mediating Effects of Brand Association, Brand Loyalty, Brand Image and Perceived Quality on Brand Equity”, **Asian Social Science**, 9(3), 125-137.

- Sezer, Durmuş (2013), **Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Shapira, Zur ve Venezia, Itzhak (2001), "Patterns of behavior of professionally managed and independent investors", **Journal of Banking and Finance**, 25, 1573-1587.
- Sheth, Jagdish N. (1975), "Howard's contributions to marketing: some thoughts", P. D. Converse Symposium Paper #2, 1-17 (<https://archive.org/details/howardscontribut251shet>, 28/11/2014).
- Shilling, Chris ve Mellor, Philip A. (1998), "Durkheim, Morality and Modernity: Collective Effervescence, Homo Duplex and the Sources of Moral Action", **British Journal of Sociology**, 49(2), 193-209.
- Siahtiri, Vida ve diğerleri (2014), "Exploring the roles of marketing and selling capabilities in delivering critical customer centric performance and brand performance outcomes for B2B firms", **Journal of Strategic Marketing**, 22(5), 379-395.
- Siebold, Jeff (2013), "The Art of Marketability Studies: Analysis of Demand Components in Multifamily Markets", **The Appraisal Journal**, Summer, 239-252.
- Simcock, Peter ve diğerleri (2006), "Age, Perceived Risk and Satisfaction in Consumer Decision Making: A Review and Extension", **Journal of Marketing Management**, 22, 355-377.
- Starmer, Chris (2000), "Developments in non-expected utility theory: The hunt for a descriptive theory of choice under risk", **Journal of Economic Literature**, 38(2), 332-382.
- Su, Jin ve Tong, Xiao (2015), "Brand personality and brand equity: evidence from the sportswear industry", **Journal of Product & Brand Management**, 24(2), 124-133.
- Sumathi, S. ve Saravanavel, P. (2003), **Marketing Research & Consumer Behaviour**, New Delhi: Vikas Publishing.
- Sun, Baohong ve Morwitz, Vicki G. (2010), "Stated intentions and purchase behavior: A unified model", **International Journal of Research in Marketing**, 27, 356-366.
- Sung, Yongjun ve Kim, Jooyoung (2010), "Effects of brand personality on brand trust and brand affect", **Psychology & Marketing**, 27(7), 639-661.

- Sung, Yongjun ve Tinkham, Spencer F. (2005), "Brand Personality Structures in the United States and Korea: Common and Culture-Specific Factors", **Journal of Consume Psychology**, 15(4), 334-350.
- Supphellen, Magne ve Grønhaug, Kjell (2003), "Building Foreign Brand Personalities in Russia: The Moderating Effect of Consumer Ethnocentrism", **International Journal of Advertising**, 22, 203-226.
- Sümer, Nebi (2000), "Yapısal eşitlik modelleri: Temel kavramlar ve örnek uygulamalar", **Türk Psikoloji Yazıları**, 3(6), 49-73.
- Sweeney, Jillian C. ve Brandon, Carol (2006), "Brand Personality: Exploring the Potential to Move from Factor Analysis to Circumplex Models", **Psychology and Marketing**, 23(8), 643-656.
- Sweeney, Jillian C. ve diğerleri (1999), "The Role of Perceived Risk in the Quality-Value Relationship: A Study in a Retail Environment", **Journal of Retailing**, 75(1), 77-105.
- Şencan, Hüner (2005), **Güvenilirlik ve Geçerlilik** (1. Baskı), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tabachnick, Barbara G. ve Fidell, Linda S. (2001), **Using Multivariate Statistics**, (4. Baskı), Needham Heights, Mass.: Allyn and Bacon.
- Tamakoshi, Go ve Hamori, Shigeyuki (2011), "Transmission of Stock Prices Amongst European Countries Before and During the Greek Sovereign Debt Crisis", **Economics Bulletin**, 31(4), 3339-3353.
- Taskin, Cagatan ve Akat, Omer (2010), "Measurement of Consumer Based Brand Equity Using Structural Equation Modeling and A Research in Durable Consumer Goods Sector", **Business and Economics Research Journal**, 1(2), 1-16.
- T.C. Başbakanlık ve Devlet Planlama Teşkilatı (2007), **Dokuzuncu Kalkınma Planı – Finansal Hizmetler**, 1-147.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı (2014), **Onuncu Kalkınma Planı, 2014-2018: Yurtiçi Tasarruflar, Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara: T.C. KB. Yayınları
- Templeton, Gary F. (2011) "A Two-Step Approach for Transforming Continuous Variables to Normal: Implications and Recommendations for IS Research," **Communications of the Association for Information Systems**, 28(4), 42-58.

- Tek, Ömer B. ve Özgül, Engin (2013), **Modern Pazarlama İlkeleri, Uygulamalı Yönetimsel Yaklaşım**, İzmir: Birleşik Matbaacılık.
- Tekbaş, Mehmet Şükrü ve diğerleri (2011), “Küresel Rekabette İMKB’nin Yapısal Konumlanması ve Alternatif Modeller”, **İ.Ü. Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi**,1-151.
- Thaler, Richard H. (2000), “From Homo Economicus to Homo Sapiens”, **Journal of Economic Perspectives**, 14(1), 133-141.
- Thamizhvanan, Arun ve Xavier, M. J. (2012), “Determinants of customers’ online purchase intention: an empirical study in India”, **Journal of Indian Business Research**, 5(1), 19-20.
- Tinic, Seha M. ve West, Richard R. (1974), “Marketability of Common Stocks in Canada and the USA: A Comparison of Agent Versus Dealer Dominated Markets”, **Journal of Finance**, 29(3), 729-746.
- Tiwari, Munish Kumar (2010), “Separation of Brand Equity and Brand Value”, **Global Business Review**, 11(3), 421-431.
- Toldos-Romero, María de la Paz ve Orozco-Gomez, Margarita (2015), "Brand personality and purchase intention", **European Business Review**, 27(5), 462-476.
- Tuan, Luu Trong (2013), “Competitive intelligence and other levers of brand performance”, **Journal of Strategic Marketing**, 21(3), 217-239.
- Turhan, Gülden (2009), “Marka Yayılımına İlişkin Tüketici Tutumlarının Oluşumunda Marka Bağlılığı Ve Algılanan Uyumun Etkileri: Performans Risk Algılarının Rolü”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 18(2), 168-197.
- Turhan, İbrahim (19 Aralık 2014), “141 yılın gücü ile seçkin borsalar arasına gireceğiz”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 2.
- Türkiye Ekonomi Bankası, TEB ve Boğaziçi Üniversitesi (2014), **Türkiye’de Finansal Erişim ve Okuryazarlık** (www.teb.com.tr/upload/PDF/foe_endeks_rapor_2014.pdf, 15/11/2014).
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (2012, 2013, 2014), **Türkiye Sermaye Piyasası Raporu**, İstanbul: Printcenter (<https://www.tspb.org.tr/yillik-yayinlar/>).

————— (2012), **Yatırımcı Profili Verileri, 2002-2011**. <https://www.tspb.org.tr/veriler/> (02.11.2015).

————— (2012), **Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı Sonuç Raporu**, 117, 7-14.

Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği, TÜYİD ve Merkezi Kayıt Kuruluşu, MKK (2014), **Borsa Trendleri Raporu**, 10, (Ocak-Eylül), 1-18.

————— (2015), **Borsa Trendleri Raporu** 14, 1-20. (<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu>).

————— (2015), **Borsa Trendleri Raporu**, 14, (<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu>).

Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1973), “Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability”, **Cognitive Psychology**, 4, 207-232.

Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1974), “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, **Science**, 185, 1124-1131.

Uluslararası Kıymetli Evrak Komisyonu (2005), **Exchange Demutualization in Emerging Markets**, (Nisan), 1-40.

Ulus, Yeşim (2011), “Marka İmajının Marka Güvenine Etkisi”, **Journal of Yasar University**, 24(6), 3932-3950.

URL, <http://bestglobalbrands.com/2014/ranking/> (01/02/2014).

URL, <http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/kurumsal-yonetim> (04/07/2014).

URL, http://brandirectory.com/league_tables/table/turkey-100-2014 (01/02/2014).

URL, <http://www.education.ie/en/> (03/07/2015).

URL, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1681987-bist-100-gunu-yukselisle-tamamladi> (10/12/2014).

URL, <http://www.heai.ie/> (03/07/2015).

URL, <http://www.ifcturkey.com/tr/istanbul-international-financial-center/> (22/03/2014).

URL, <http://www.ise.ie/About-ISE/Corporate-Structure/> (04/07/2014).

URL, <https://istatistik.yok.gov.tr/> (30/11/2014).

URL, <http://rapory.tuik.gov.tr/24-11-2015-16:09:47-697831142489601782877569397.html> (24/06/2014).

URL, <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics> (25/01/2015).

Usta, Öcal (2008), **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim** (3. baskı), Detay Yayıncılık: Ankara.

Usul, Hayrettin ve diğerleri (2002), “Bireysel yatırımcıların hisse senedi edinimine etki eden sosyo-ekonomik etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19, 135-150.

Valette-Florence, Pierre ve diğerleri, (2011), “The impact of brand personality and sales promotions on brand equity”, **Journal of Business Research**, 64, 24-28.

Valette-Florence, Rita ve De Barnier, Virginie (2013), “Towards a micro conception of brand personality: An application for print media brands in a French context”, **Journal of Business Research**, 66(7), 897-903.

Van de Venter, Gerhard ve diğerleri (2012), “A longitudinal study of financial risk tolerance”, **Journal of Economic Psychology**, 33(4), 794–800.

Vazquez, Rodolfo ve diğerleri (2002), “Consumer-based Brand Equity: Development and Validation of a Measurement Instrument”, **Journal of Marketing Management**, 18(1-2), 27-48.

Venkatraman, N ve Ramanujam, Vasudevan (1986), “Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches”, **Academy of Management Review**, 11(4), 801-814.

Wee, Tan T. T. (2004), “Extending Human Personality to Brands: The Stability Factor”, **Brand Management**, 11(4), 317-330.

Wong, Ho Yin ve Merrilees, Bill (2008), “The performance benefits of being brand-orientated”, **Journal of Product & Brand Management**, 17(6), 372-383.

Wood, Lisa M. (2004), “Dimensions of Brand Purchasing Behaviour: Consumers in the 18-24 Age Group”, **Journal of Consumer Behaviour**, 4(1), 9-24.

- Yang, Deli ve diğerkleri (2015), “The power of triple contexts on customer-based brand performance-A comparative study of Baidu and Google from Chinese netizens’ perspective”, **International Business Review**, 24, 11-22.
- Yao, Rui ve Hanna, Sherman (2005), “The effect of gender and marital status on financial risk tolerance”, **Journal of Personal Finance**, 4(1), 66-85.
- Yapraklı, Sevda ve Güngör, Bener (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 62(2),199-218.
- Yapraklı, Şükrü ve Can, Polat (2009), “Pazarlama Faaliyetlerinin ve Ailenin Tüketici Temelli Marka Değeri Boyutlarına Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23(1), 266-272.
- Yıldırım, Abdurrahman (19 Aralık 2014), “Sonunda yine geldik Galata Bankerleri’ne”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 4.
- Yıldız, Yavuz ve diğerkleri (2012), “Futbol Takımlarında Tüketici Temelli Marka Değeri: Bir Model Önerisi”, **Ege Akademik Bakış**, 12-Özel Sayı, 55, 1-10.
- Yıldız, Yavuz (2011), “Futbol Takımlarında Tüketici Tatmini ve Marka Güveninin Marka Sadakati ile İlişkisinin Araştırılması: Bir Yapısal Eşitlik Modeli Uygulaması”, **Selçuk Üniversitesi Beden Eğitimi ve Spor Bilim Dergisi**, 13(1), 31-38.
- Yoo, Boonghee ve Donthu, Naveen (2001), “Developing and Validating a Multidimensional Consumer Based Brand Equity Scale”, **Journal of Business Research**, 52, 1-14.
- Yoon, Jae-young ve diğerkleri (2013), “A Quantitative Analysis on Future World Marketability of HTS Power Industry”, **IEEE Transactions on Smart Grid**, 4(1), 433-436.
- Yüce, Aydın Alber (2012), “Sermaye Piyasalarında Manipülasyon”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, 24(98), 363-388.
- Yüksel, Sefer (19 Aralık 2014), “Borsanın yarısından fazlası Türkiye’nin altı devinin elinde”, **Habertürk Gazetesi** -Borsa İstanbul 30. Yıl Özel Sayısı, 7.

Zaichkowsky, Judith L. ve diğeri (2010), "Managing industrial brand equity: Developing tangible benefits for intangible assets", **Industrial Marketing Management**, 39(5), 776-783.



EKLER

EK 1: Şirketleşen Bazı Borsaların Şirketleşme Öncesi ve Sonrasındaki Piyasa Değerleri

BORSA ADI	Şirketleşme Yılı	PİYASA DEĞERİ (MİLYON \$)									DEĞİŞİM
		Üç Yıl Önce	İki Yıl Önce	Bir Yıl Önce	Şirketleşme Yılı	Bir Yıl Sonra	DEĞİŞİM	İki Yıl Sonra	DEĞİŞİM	Üç Yıl Sonra	
Stockholm	1993	92.014	97.055	78.079	106.968	130.602	22%	172.550	32%	240.382	39%
Helsinki	1995	12.205	23.595	38.307	44.137	62.579	42%	73.322	17%	153.811	110%
Kopenhag	1996	41.650	48.784	57.691	71.074	93.766	32%	98.881	5%	105.292	6%
İtalya	1997	185.970	209.521	256.595	344.665	565.974	64%	728.240	29%	768.363	6%
Avustralya	1998	243.474	311.684	295.765	328.853	427.655	30%	372.794	-13%	375.598	1%
Viyana	1998	32.513	33.629	37.280	35.543	33.023	-7%	29.935	-9%	25.204	-16%
Atina	1999	23.558	33.783	80.125	196.846	107.502	-45%	83.481	-22%	66.040	-21%
Singapur	1999	153.106	106.317	96.472	198.039	155.125	-22%	117.338	-24%	101.553	-13%
Londra	2000	1.996.225	2.372.738	2.855.351	2.612.230	2.164.716	-17%	1.856.194	-14%	2.460.064	33%
Toronto	2000	567.635	543.394	789.179	766.204	611.492	-20%	570.223	-7%	888.677	56%
Almanya	2001	1.086.748	1.432.167	1.270.243	1.071.748	686.013	-36%	1.079.026	57%	1.194.516	11%
Filipinler	2001	34.910	41.536	25.261	20.606	18.197	-12%	23.190	27%	28.602	23%
Oslo	2001	46.272	63.695	65.266	69.444	68.103	-2%	95.919	41%	141.624	48%
Tokyo	2001	2.439.548	4.463.297	3.157.221	2.264.527	2.069.299	-9%	2.953.098	43%	3.557.674	20%
Budapeşte	2002	NA	11.908	10.367	12.988	18.868	45%	28.300	50%	32.575	15%

Kaynak: Tekbaş ve diğerleri, 2011: 119

EK 2: Şirketleşen Bazı Borsaların Şirketleşme Öncesi ve Sonrasındaki İşlem Hacimleri

BORSA ADI	Şirketleşme Yılı	İŞLEM HACMİ (MİLYON \$)									
		Üç Yıl Önce	İki Yıl Önce	Bir Yıl Önce	Şirketleşme Yılı	Bir Yıl Sonra	DEĞİŞİM	İki Yıl Sonra	DEĞİŞİM	Üç Yıl Sonra	DEĞİŞİM
Stockholm	1993	15.738	20.568	28.650	42.476	86.087	103%	94.209	9%	136.741	45%
Helsinki	1995	2.182	7.859	13.297	19.206	21.961	14%	36.252	65%	61.117	69%
Kopenhag	1996	23.674	27.404	28.336	36.440	46.731	28%	64.954	39%	66.605	3%
İtalya	1997	119.389	87.117	102.568	203.280	486.506	139%	539.449	11%	1.019.625	89%
Avustralya	1998	98.310	146.235	168.999	161.000	198.195	23%	226.484	14%	244.462	8%
Viyana	1998	13.357	10.692	12.723	18.677	12.733	-32%	9.641	-24%	7.692	-20%
Atina	1999	8.234	21.136	50.019	189.280	94.162	-50%	37.811	-60%	23.461	-38%
Singapur	1999	60.254	74.137	58.509	107.406	95.153	-11%	71.093	-25%	63.047	-11%
Londra	2000	1.989.489	2.887.989	3.399.381	4.558.662	4.520.183	-1%	4.001.339	-11%	3.609.718	-10%
Toronto	2000	305.154	331.847	357.442	636.533	461.556	-27%	408.164	-12%	471.543	16%
Almanya	2001	1.491.795	1.551.467	2.119.784	1.423.370	1.212.301	-15%	1.299.327	7%	1.541.122	19%
Filipinler	2001	10.148	19.949	8.186	3.128	3.092	-1%	2.672	-14%	3.681	38%
Oslo	2001	42.944	56.719	69.238	62.829	56.126	-11%	78.201	39%	134.819	72%
Tokyo	2001	750.825	1.675.640	2.315.501	1.659.908	1.564.243	-6%	2.108.732	35%	3.218.112	53%
Budapeşte	2002	NA	12.162	4.815	5.908	8.269	40%	12.994	57%	24.151	86%

Kaynak: Tekbaş ve diğerleri, 2011: 120

EK 3-A: Dünyanın En Değerli 20 Markası, 2014*

2014 Sıralaması	2013 Sıralaması	Marka İsmi	Bölge / Ülke	Sektör	Marka Değeri (\$m)	Değişim 2013-14
1	1	Apple	ABD	Teknoloji	118,863	21%
2	2	Google	ABD	Teknoloji	107,439	15%
3	3	Coca-Cola	ABD	İçecek	81,563	3%
4	4	IBM	ABD	Hizmet	72,244	-8%
5	5	Microsoft	ABD	Teknoloji	61,154	3%
6	6	GE	ABD	Çeşitli	45,48	-3%
7	8	Samsung	G. Kore	Teknoloji	45,462	15%
8	10	Toyota	Japonya	Otomotiv	42,392	20%
9	7	McDonald's	ABD	Restoran	42,254	1%
10	11	Mercedes-B	Almanya	Otomotiv	34,338	8%
11	12	BMW	Almanya	Otomotiv	34,214	7%
12	9	Intel	ABD	Teknoloji	34,153	-8%
13	14	Disney	ABD	Medya	32,223	14%
14	13	Cisco	ABD	Teknoloji	30,936	6%
15	19	Amazon	ABD	Perakende	29,478	25%
16	18	Oracle	ABD	Teknoloji	25,98	8%
17	15	HP	ABD	Teknoloji	23,758	-8%
18	16	Gillette	ABD	Hızlı Tüketim	22,845	-9%
19	17	Louis Vuitton	Fransa	Lüks Tüketim	22,552	-9%
20	20	Honda	Japonya	Otomotiv	21,673	17%

* Interbrand Grup tarafından hazırlanmıştır.

Kaynak: <http://bestglobalbrands.com/2014/ranking/>

EK 3-B: Türkiye'nin En Değerli 20 Markası, 2014**

2014-Sıralaması	2013-Sıralaması	Marka İsmi	Sektör	Marka Değeri (\$m)
1	1	Türk Telekom	İletişim	2
2	2	Akbank	Bankacılık	1,983
3	4	THY	Ulaşım	1,922
4	3	İşbankası	Bankacılık	1,893
5	7	Arçelik	Dayanıklı Tük.	1,616
6	9	Efes Bira	İçecek	1,366
7	5	Garanti Bankası	Bankacılık	1,364
8	6	Turkcell	İletişim	1,343
9	8	BİM	Perakende	1,12
10	10	Yapı Kredi	Bankacılık	1,099
11	11	Petrol Ofisi	Akaryakıt	1,081
12	-	Ziraat Bankası	Bankacılık	968
13	14	Vakıfbank	Bankacılık	842
14	15	Enka İnşaat	İnşaat	792
15	13	Ford	Otomotiv	776
16	12	Halkbank	Bankacılık	761
17	16	Migros	Perakende	610
18	18	Ülker	Hızlı Tüketim	564
19	24	Finansbank	Bankacılık	457
20	22	Bosch(TR)	Dayanıklı Tük.	416

**Brand Finance tarafından hazırlanmıştır.

Kaynak: http://brandirectory.com/league_tables/table/turkey-100-2014

EK 4: Araştırmanın Türkiye Örneğine Uygulanan Türkçe Anket

Sayın Katılımcı,

Bu anket, Karadeniz Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü'nde yürütülmekte olan bir doktora tez çalışmasının bir parçası olup, BORSANİSTANBUL' a (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) yatırım yapma davranışını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla uygulanmaktadır. Soruları cevaplamanız için, yatırım yapmış olmanız **GEREKMEMEKTEDİR**. Sadece tahminde bulunmanız / fikirleriniz doğrultusunda şıkları işaretlemeniz yeterlidir. Görüşleriniz çok önemli olup, tamamen gizli tutulacaktır. Katılımınız ve zamanınız için çok teşekkür ederiz.

Aşağıdaki kategorilerden hangisine uygun olduğunuzu belirtiniz.

- Hisse Senedi Piyasası'nda; finansal araçlar, bankalar, bireysel emeklilik sistemi gibi çeşitli yollarla yatırım yapmaktayım.
- Bugüne kadar Hisse Senedi Piyasası'nda yatırım yapmadım; ancak gelecek dönemde yapmayı düşünüyorum.
- Hisse Senedi Piyasası'nda daha önce yatırım yaptım; ancak tekrar yapmayı düşünmüyorum.
- Bugüne kadar Hisse Senedi Piyasası'nda yatırım yapmadım, gelecek dönemde de yapmayı düşünmüyorum.

50.000 TL'niz olsa **ilk olarak** nereye yatırım yapmayı düşünürdünüz?

- Altın Gayrimenkul Hisse Senedi
 Döviz Banka Mevduat Hesabı Diğer.....

Yatırım aracı seçiminde **öncelikle** göz önünde bulundurduğunuz kriter nedir?

- Bilinir olması Getirisinin yüksek olması Güvenilir olması
 Riskinin düşük olması Erişim kolaylığı Diğer.....

BORSANİSTANBUL' a (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) yönelik aşağıdaki ifadelere, ne derece katılıp katılmadığınızı lütfen belirtiniz.

	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
1 Borsa İstanbul' un varlığından ve etkinliğinden haberdarım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2 Yatırım denince; Borsa İstanbul aklıma ilk gelen yatırım platformudur.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3 Borsa İstanbul hakkında fikir sahibiyim.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4 Borsa İstanbul'a yönelik reklam ve tanıtımlardan haberdarım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5 Finansal yatırım konusunda, Borsa İstanbul'un toplumda bilinirliğinin yüksek olduğu kanısındayım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
6 Borsa İstanbul'un sembolünü (logosunu) kolaylıkla hatırlayabiliyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7 Diğer birçok ülke borsası arasında Borsa İstanbul' un farklı bir imaja sahip olduğunu düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
8 Borsa İstanbul denince, onunla alakalı bazı özellikler (getiri, risk, performans vb.) aklıma hemen gelir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
9 Yatırım deyince, Borsa İstanbul'u zihnimde canlandırmakta zorlanıyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

10	Borsa İstanbul, iyi bir şöhrete sahiptir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
11	Borsa İstanbul' un genel performansının yüksek olduğunu düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
12	Borsa İstanbul' un yatırımcı çekebilme potansiyelini yüksek görüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
13	Borsa İstanbul' un kurumsal başarısını ortalamanın üstünde görüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
14	Borsa İstanbul, birçok dünya borsası ile kıyaslandığında yüksek fiyatlanabilen borsalardandır.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
15	Yatırımcı menfaatleri konusunda, Borsa İstanbul yönetiminin oldukça duyarlı olduğunu düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
16	Borsa İstanbul' un güvenilir bir yatırım platformu olduğu kanısındayım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
17	Borsa İstanbul' dan beklentilerim ile, elde ettiğim sonuçlar her zaman uyumlu olmayabilir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
18	Borsa İstanbul, beklentilerimi karşılayan bir yatırım platformudur.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

BORSA İSTANBUL' a (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) yönelik aşağıdaki ifadelere, ne derece katılıp katılmadığınızı lütfen belirtiniz.

		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
19	Hisse senedine yatırım yapmak istesem, Borsa İstanbul ilk tercihim olur / olurdu.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
20	Finansal yatırım konusunda Borsa İstanbul'a sadık olduğumu düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
21	Bir yakınım / arkadaşım yatırım platformu konusunda tavsiyemi istese, Borsa İstanbul' u öneririm.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
22	Diğer borsalara yatırım imkanım olsa bile, Borsa İstanbul' dan başkasına yatırım yapmam / yapmazdım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23	Borsa İstanbul' da yatırım yapma düşüncesi, zarara uğrayabileceğim konusunda beni tedirgin ediyor.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
24	Borsa İstanbul' da yatırım yapmadan, bu yatırım kararının yerinde olup olmadığı konusunda asla emin olamayacağım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
25	Yatırım kararı vermeden önce, Borsa İstanbul' la ilgili bir hayli bilgiye ihtiyacım var.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
26	Genel olarak, Borsa İstanbul' da yatırım yapmayı riskli buluyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
27	Gelecekte, Borsa İstanbul' da yatırım yapma olasılığım yüksektir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
28	Finansal yatırım yapmaya karar verdiğimde, paramı Borsa İstanbul' da değerlendiririm.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

BORSA İSTANBUL (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) denince, zihinde canlanabilecek bazı sıfatlar aşağıda verilmiştir. Lütfen bu sıfatların sizin zihninizde canlanma derecesini, '**1**'= en az canlanıyor' ve '**5**'= en çok canlanıyor' arasında bir sayı ile belirtiniz. Lütfen sıfatların hepsini derecelendiriniz.

29 Ayakları yere basan / Gerçekçi	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
30 İstikrarlı	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
31 Sorumluluk sahibi	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
32 Dinamik	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
33 Aktif / Etkin	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
34 Yenilikçi	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
35 Agresif / Saldırgan	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
36 Cesur	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
37 Sıradan / Alışılmış	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
38 Basit	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
39 Romantik	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
40 Duygusal / Hassas	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]

Cinsiyetiniz:

Kadın Erkek

Yaş Aralığınız:

20 ve altı 21 - 30 31 - 40 41 - 50 51 ve üstü

Eğitim Durumunuz:

Lise Yüksekokul Üniversite Master / Doktora

Medeni Haliniz:

Evli Bekar

Aylık toplam geliriniz aşağıdaki kategorilerden hangisine girmektedir?

1000 TL ve altı 1001 TL - 2000 TL 2001 TL-3000 TL
 3001 TL - 4000 TL 4001 TL - 5000 TL 5001 TL ve üstü

Çalışma durumunuz aşağıdaki kategorilerden hangisine girmektedir?

Kamu üniversitesi Vakıf üniversitesi Emekli

Hangi ilde ikamet etmektesiniz?

EK 5: Araştırmannın İrlanda Örneklemine Uygulanan İngilizce Anket

Dear Participant,

This survey is part of a Doctoral Study conducted in Black Sea Technical University in Turkey and in conjunction with University College Dublin in Ireland. The aim of the research is to determine the factors which are thought to have an effect on the investment behaviour of faculty members in the Irish Stock Market (ISM). It is **NOT** a requirement for participants to have previously invested in the ISM. You are kindly asked to specify your answers in accordance with your experiences and/or opinions. Your participation is highly appreciated. Thank you very much.

Please specify which category your investment situation falls into below.

- I am currently investing in the Irish Stock Market in various ways, such as via stockbrokers, banks and pension systems.
-
- I have never invested in the Irish Stock Market; however I am planning to do so in the years ahead.
-
- I have previously invested in the Irish Stock Market; however I am not thinking of doing so again.
-
- I have never invested in the Irish Stock Market, and am not planning to do so in future either.
-

If you had €50,000 to invest, which type of investment would you **initially** pursue?

- Gold Real Estate Stock
 Currency Bank Deposit Account Other. Please Specify.....

What would be the **primary** criterion that you take into account in selecting the type of investment?

- Being well-known Yielding high returns Being reliable
 Including low levels of risk Being easy to access Other. Please Specify.....

Please specify to what degree you agree or disagree with the statements regarding the **Irish Stock Market (ISM)** below.

	Completely Disagree	Disagree	Neither Agree Nor Disagree	Agree	Completely Agree
1 I am aware of the Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2 When it comes to investments, the Irish Stock Market is the first investment platform that comes to my mind.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3 I know about Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4 I am aware of the adverts and publicity regarding the Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5 I am of the opinion that the Irish Stock Market has high awareness in society regarding financial investment.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
6 I can easily recall the logo of the Irish Stock Exchange.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7 I think that the Irish Stock Market has a different image from many other world stock exchanges.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
8 When someone is talking about the Irish Stock Market, some features related to it (such as performance, risk, return) come to my mind quickly.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
9 I have difficulty in envisaging the Irish Stock Market in my mind.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
10 The Irish Stock Market has a good reputation.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
11 I think the overall performance of the Irish Stock Market is high.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
12 I see high potential in the ISM in terms of increasing its investors' base.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

13	I see the corporate brand success of the ISM as above average.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
14	The Irish Stock Market is able to maintain a high price premium when compared to many stock exchanges worldwide.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
15	I think that the Irish Stock Market management is quite sensitive in regard to the investors' interests.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
16	I believe that the Irish Stock Market is a reliable investment platform.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
17	My expectations from the Irish Stock Market may not be always consistent with the results that I get from it.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
18	The Irish Stock Market is an investment platform which meets my expectations.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Please specify to what degree you agree or disagree with the statements regarding the **Irish Stock Exchange** below.

		Completely Disagree	Disagree	Neither Agree Nor Disagree	Agree	Completely Agree
19	The Irish Stock Market would be my first choice if I wished to invest in the equity market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
20	I consider myself to be loyal to the ISM in terms of financial investment.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
21	If a friend / colleague asked for my advice about an investment platform, I would recommend the Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
22	I would not invest in any stock exchange other than the Irish Stock Market, even if I had the opportunity to.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23	The thought of investing in the Irish Stock Market makes me feel uncomfortable about the possibility of suffering from any loss.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
24	I could never know whether the investment decision was good or not, before I invested in the Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
25	Before I make an investment decision, I need a good deal of information about the Irish Stock Market.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
26	In general, I find making an investment in the ISM to be risky.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
27	The probability of my investing in the ISM in the future is high.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
28	I would invest my money in the Irish Stock Market if I decided to make a financial investment.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Below are presented some attributes which could be associated with the **Irish Stock Market**. Please specify to what degree these attributes come to your mind when you think about ISM, by choosing a number between '1' = least' and '5' = most'.

29	Down to earth	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
30	Stable	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
31	Responsible	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
32	Dynamic	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

33 Active	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
34 Innovative	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
35 Aggressive	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
36 Bold	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
37 Ordinary	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
38 Simple	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
39 Romantic	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
40 Sentimental	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]

What is your gender?

Female Male Prefer Not To Say

What is your age range?

20 and below 21 - 30 31 - 40 41 - 50 51-above

What is your highest level of education?

Bachelor Degree Masters Degree Doctorate Degree

What is your marital status?

Married Single Other

What is your monthly income?

€1000 - €2500 €2501 - €4000 €4001 - €5500
 €5501 - €7000 €7001 - €8500 Prefer Not Say

Which university type are you currently employed in?

State Funded Institution Independent Private College Retired

What is your area of residence (e.g. Dublin)?.....

THANK YOU VERY MUCH FOR YOUR PARTICIPATION

For any question and/or comments, please refer to:

betulcal@ucdconnect.ie

EK 6: Türkiye Uygulamasında Katılımın Sağlandığı İllerin Dağılımları

Şehir*	Frekans	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Adana	24	1,5	1,5
Adıyaman	4	,3	1,8
Afyon	6	,4	2,2
Ağrı	13	,8	3,0
Aksaray	37	2,3	5,3
Amasya	9	,6	5,9
Ankara	193	12,2	18,1
Antalya	35	2,2	20,3
Ardahan	4	,3	20,6
Artvin	6	,4	21,0
Aydın	11	,7	21,7
Balıkesir	18	1,1	22,8
Bartın	7	,4	23,3
Batman	6	,4	23,6
Bayburt	9	,6	24,2
Bilecik	8	,5	24,7
Bingöl	1	,1	24,8
Bolu	10	,6	25,4
Bursa	41	2,6	28,0
Çanakkale	5	,3	28,3
Çankırı	3	,2	28,5
Çorum	8	,5	29,0
Denizli	20	1,3	30,3
Diyarbakır	14	,9	31,2
Düzce	9	,6	31,7
Edirne	12	,8	32,5
Elazığ	4	,3	32,8
Erzincan	4	,3	33,0
Erzurum	56	3,5	36,6
Eskişehir	117	7,4	44,0
Gaziantep	13	,8	44,8
Giresun	7	,4	45,2
Gümüşhane	14	,9	46,1
Hakkari	1	,1	46,2
Hatay	9	,6	46,8
Iğdır	3	,2	47,0
Isparta	13	,8	47,8
İstanbul	303	19,2	67,0
İzmir	149	9,4	76,4
Kahramanmaraş	2	,1	76,6
Karabük	22	1,4	77,9
Kars	5	,3	78,3
Kayseri	18	1,1	79,4
Kırıkkale	11	,7	80,1
Kırşehir	1	,1	80,2
Kocaeli	23	1,5	81,6
Konya	29	1,8	83,5
Kütahya	5	,3	83,8
Malatya	20	1,3	85,0
Manisa	4	,3	85,3
Mardin	3	,2	85,5
Mersin	4	,3	85,7

Şehir*	Frekans	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Muğla	6	,4	86,1
Muş	8	,5	86,6
Nevşehir	4	,3	86,9
Niğde	10	,6	87,5
Ordu	1	,1	87,6
Osmaniye	6	,4	88,0
Rize	8	,5	88,5
Sakarya	37	2,3	90,8
Samsun	20	1,3	92,1
Siirt	1	,1	92,1
Sinop	2	,1	92,3
Şanlıurfa	10	,6	92,9
Şırnak	2	,1	93,0
Tekirdağ	1	,1	93,1
Tokat	22	1,4	94,5
Trabzon	41	2,6	97,1
Tunceli	7	,4	97,5
Uşak	6	,4	97,9
Van	3	,2	98,1
Yalova	3	,2	98,3
Yozgat	5	,3	98,6
Zonguldak	22	1,4	100,0
Total	1578	100,0	

*Alfabetik olarak sıralanmıştır.

EK 7: İrlanda Uygulamasında Katılımın Sağlandığı Bölgelerin Dağılımları

Şehir*	Frekans	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Blackrock	3	,8	91,9
Carlow	3	,8	92,7
Clare	3	,8	93,4
Clontarf	3	,8	94,2
Cork	20	5,1	71,5
Diğer	21	5,3	66,4
Donegal	12	3,0	79,3
Dublin	179	45,2	45,2
Dun Laoghaire	7	1,8	87,6
Fermanagh	2	,5	95,5
Galway	37	9,3	54,5
Howth	1	,3	98,2
Kerry	8	2,0	83,8
Kildare	26	6,6	61,1
Kilkenny	1	,3	98,5
Laois	1	,3	98,7
Leitrim	2	,5	96,0
Limerick	19	4,8	76,3
Loughrea	2	,5	96,5
Louth	3	,8	94,9
Mayo	5	1,3	88,9
Meath	10	2,5	81,8
Midlands	4	1,0	91,2
Monaghan	2	,5	97,0
Offaly	1	,3	99,0
Roscommon	1	,3	99,2
Sligo	1	,3	99,5
Tipperary	2	,5	97,5
Tralee	1	,3	99,7
Waterford	8	2,0	85,9
Westmeath	1	,3	100,0
Wexford	2	,5	98,0
Wicklów	5	1,3	90,2
Toplam	396	100,0	

*Alfabetik olarak sıralanmıştır.

ÖZGEÇMİŞ

1983 Burdur doğumlu olan yazar, lisans eğitimini Boğaziçi Üniversitesi, yüksek lisans eğitimini İngiltere’de University of East Anglia’da tamamlamıştır. Doktora eğitimi öncesi, Doğan Medya Grubu bünyesinde değişik kademelerde görev almış, 2012 yılında Giresun Üniversitesi’nde araştırma görevlisi olarak çalışmaya başlamıştır. Ulusal ve uluslararası dergilerde makaleleri ve kongrelerde bildirileri bulunmaktadır.

