



**T.C.  
BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI**

**DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDE BİREYSEL  
YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN  
FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA**

**Tolgahan KESKİN  
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN  
Dr. Öğr. Üyesi TAYFUN YILMAZ**

**BURDUR-2019**



**T.C.  
BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI**

**DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDE BİREYSEL  
YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN  
FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA**

**Tolgahan KESKİN  
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN: Dr. Öğr. Üyesi Tayfun YILMAZ  
JÜRİ ÜYESİ: Dr. Öğr. Üyesi Ferhat BİTLİSLİ  
JÜRİ ÜYESİ: Prof. Dr. İsmail BEKÇİ**

**BURDUR-2019**



MAKÜ SOSYAL BİLİMLER  
ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS JÜRİ ONAY FORMU

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun ..... tarih ve ..... sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 25/06/2019 tarihinde tez savunma sınavı yapılan 1630204012 no'lu Tolgahan KESKİN'in "**Davranışsal Finans Perspektifinde Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Bir Araştırma**" konulu tez çalışması Muhasebe ve Finansal Yönetim Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE

(TEZ DANIŞMANI) : Dr. Öğr. Üyesi Tayfun YILMAZ

ÜYE

: Prof. Dr. İsmail BEKÇİ

ÜYE

: Dr. Öğr. Üyesi Ferhat BİTLİSLİ

ONAY

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun ...../...../..... tarih ve ...../..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

**T.C.**  
**BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ETİK BEYAN**

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum ‘Davranışsal Finans Perspektifinde Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Bir Araştırma’ adlı çalışmanın, proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etik kurallarına uygun bir şekilde hazırlandığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

**Tolgahan KESKİN**

## ÖN SÖZ

Bu tez çalışması sürecinde zamanını ve sabrını benden esirgemeyen, tüm bilgi birikimi ve tecrübesi ile her konuda yol gösteren değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Dr. Öğr. Üyesi Tayfun YILMAZ'a, tez çalışmamda yardımlarını hiçbir şekilde esirgeyemeyen Sayın Öğr. Gör. Veysel DAL hocama, tez aşamasına gelene kadar bana eğitim hayatımda bilgi ve tecrübelerini aktaran bütün hocalarıma, bize her zaman maddi ve manevi olarak destek veren Sayın ağabeyim Cihan UĞUR'a ve bütün arkadaşlarıma, ayrıca tüm hayatım boyunca bana destek olan emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Tolgahan KESKİN

Burdur, 2019

(KESKİN, Tolgahan, Davranışsal Finans Perspektifinde Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Burdur, 2019)

## ÖZET

Geleneksel finans yaklaşımının temelini oluşturan beklenen fayda teorisinin bireyleri tamamen rasyonel görmesi ve etkin piyasalar hipotezinin piyasaları her zaman etkin görmesine rağmen piyasada oluşan anomalileri açıklayamaması bu çalışmanın temel konusu olmuştur. Piyasada oluşan dalgalanma ve anomalilerin nedenlerini saptamak için psikoloji ve sosyoloji gibi bilim dallarından yardım alan davranışsal finans bu durumu açıklamaya çalışmıştır. Davranışsal finans insanı rasyonel değil normal kabul etmekte ve hatta irrasyonel davrandığı üzerinde durmaktadır. Bu bağlamda yatırımcıların karar alma aşamasında gösterdikleri bazı yanlısamlar ve irrasyonel davranışlar incelenmiştir. Yapılan çalışmalar yukarıda bahsedilen durumun nedeni olarak yatırımcıların her zaman mantıksal değil, psikolojik eğilimler, önyargılar ve duygular ile hareket etmesini göstermektedir. Piyasanın oyuncularını durumundaki insanın bu dalgalanma ve anomalilerin sebebi olup olmadığı yapılan çalışmayla incelenmiştir. Söz konusu çalışmada yatırımcıların demografik özellikleri, finansal okuryazarlıkları ve son olarak yatırımcıların bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerinden olduğu varsayılan aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, kayıptan kaçınma, tutuculuk (muhafazakarlık) ve sürü psikolojisi gibi eğilimlerin yatırımcılarda gerçekten var olup olmadığını bunlar varsa yatırımcı kararlarına etkisi araştırılmıştır. Bu eğilimlerin yatırımcıların demografik değişkenleri ve finansal profilleri ile arasında anlamlı bir farklılık ve ilişki olup olmadığı istatistik paket programları ile analiz edilmiş çalışma sonucunda bireysel yatırımcıların bu eğilimleri sergiledikleri ve bu eğilimlerle demografik değişkenler ve finansal profilleri arasında anlamlı bir farklılık ve ilişki olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Yatırımcı Kararları, Davranışsal Finans, Yatırımcı Davranışları.

(For Citation: KESKIN, Tolgahan, A Research on Investigation of Factors Affecting Individual Investors Investing Decisions with Behavioral Finance Perspective, Master Thesis, Burdur, 2019)

## ABSTRACT

The basis of this study is the failure of efficient market hypothesis in explaining market anomalies although this hypothesis assumes that all markets are efficient and the pure rational individuals assumption of expected utility theory which is corner stone of traditional finance paradigm. Behavioral finance which uses psychology and sociology to determine reasons of market fluctuations and anomalies, tries to explain real world in a different way. Behavioral finance assumes that individuals are not rational but they are normal and emphasizes irrational behavioral tendency of individuals. In this context, individuals' illusions and irrational behaviors in decision making process are observed. Studies related to irrational investor behavior explain the irrationality with the tendency of individual investors to act emotional, biased and with psychological perspective rather than rational perspective. With this research, it is questioned whether the irrational individual behavior is the reason of market fluctuations and anomalies. In this way, it is investigated whether the cognitive, emotional and social tendencies of overconfidence, extreme optimism, avoidance of regret avoidance of loss, conservatism and bandwagon effect is existing or not. Also the affect of those tendencies, demographic features, and financial literacy on investors decisions is studied. The possible relationship and differences in demographic variables, financial investor profiles and tendencies that are presented in this research are analyzed through statistical computer programs. As a result of the research it is concluded that individual investors act with cognitive, emotional and social tendencies and there are statistically meaningful relationship and differences in demographic variables, financial profiles and investors' tendencies

**Keywords:** Investor Decisions, Behavioral Finance, Investor Behaviors



## İÇİNDEKİLER

ETİK BEYAN.....	İV
ÖN SÖZ.....	V
ÖZET.....	VI
ABSTRACT.....	VII
İÇİNDEKİLER .....	VIII
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	XII
TABLolar DİZİNİ .....	XIII
GİRİŞ .....	1

### 1.BÖLÜM

#### GELENEKSEL FİNANS TEORİ HİPOTEZ VE MODELLERİ

1.1.BEKLLENEN FAYDA TEORİSİ .....	5
1.2. BAYES TEOREMİ.....	8
1.3. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ .....	8
1.3.1.Zayıf Formda Etkin Piyasalar .....	12
1.3.2.Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasalar.....	12
1.3.3.Güçlü Formda Etkin Piyasalar .....	13
1.4. PORTFÖY TEORİSİ .....	14
1.4.1.Geleneksel Portföy Teorisi .....	16
1.4.2.Modern Portföy Teorisi .....	18
1.5.FİNANSAL VARLIKLARI FİYATLAMA MODELİ .....	21
1.6. ARBİTRAJ FİYATLAMA MODELİ .....	23
1.7. ANOMALİLER.....	25
1.7.1. Dönemsel Anomaliler .....	26
1.7.1.1.Gün İçi Anomalisi .....	26
1.7.1.2.Haftanın Günü Anomalisi .....	27
1.7.1.3.Ay İçi ve Dönümü Anomalisi .....	27
1.7.1.4.Ocak Ayı Anomalisi.....	27
1.7.1.5.Tatil Anomalisi ve Diğer Anomaliler .....	28
1.7.2. Kesitsel Anomaliler .....	28
1.7.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Etkisi .....	28
1.7.2.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Etkisi.....	29
1.7.2.3. Fiyat /Satış Oranı Etkisi .....	29
1.7.2.4. İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi .....	30
1.7.2.5. Firma Büyüklüğü Etkisi .....	30
1.7.2.6.Diğer Kesitsel Anomaliler.....	30

1.7.3. Fiyat Anomalileri .....	31
1.7.3.1.Eksik–Yetersiz Reaksiyon .....	31
1.7.3.2.Aşırı Tepki Reaksiyonu .....	32

## 2.BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİ, MODELLERİ VE YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

2.1.DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI .....	33
2.2.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI.....	34
2.3.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMININ ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	35
2.4.DAVRANIŞSAL FİNANSIN İLİŞKİLİ OLDUĞU BİLİMLER.....	39
2.4.1.Psikoloji .....	40
2.4.2.Sosyal psikoloji.....	42
2.4.3.Sosyoloji .....	43
2.4.4.Antropoloji.....	44
2.5.DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİ VE MODELLERİ.....	45
2.5.1.Beklenti Teorisi.....	45
2.5.2.Barberis, Shleifer ve Vishny Temsili Yatırımcı Modeli.....	50
2.5.2.1.Muhafazakârlık Davranışı.....	51
2.5.2.2.Temsil Edilebilirlik Davranışı.....	52
2.5.3.Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli .....	52
2.5.3.1.Aşırı Güven Davranışı .....	53
2.5.3.2.Kendine Atfetme Davranışı.....	54
2.5.4.İnteraktif ilişkiler (Hong- Stein) Modeli.....	54
2.5.4.1.Momentum Davranışı .....	55
2.5.4.2.Haber Avcılığı.....	55
2.6.DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ.....	56
2.6.1.Bilişsel Eğilimler .....	57
2.6.1.1.Aşırı Güven Eğilimi .....	57
2.6.1.2.Aşırı İyimserlik Eğilimi (Optimizm Önyargısı).....	58
2.6.1.3.İnançta Israrcılık ve Kendini Doğrulatma Eğilim.....	59
2.6.1.4.Geri Görüş Eğilimi.....	60
2.6.1.5.Aşına Olma Eğilimi .....	60
2.6.1.6.Tutuculuk (Muhafazakarlık) Eğilimi .....	61
2.6.1.7.Öncelik, Sonralık Ve Sulandırma Eğilimi .....	61
2.6.1.8.Temsiliyet (Temsil Edilebilirlik) Eğilimi.....	62
2.6.1.9.Çıpalama / Demirleme Etkisi .....	63
2.6.1.10.Mevcudiyet Eğilimi.....	64
2.6.1.11.Çerçeveleme Eğilimi.....	64
2.6.1.12.Zihinsel Muhasebe (Akli Muhasebe) .....	65
2.6.1.13.Kontrol Yanılması.....	66

2.6.2.Duygusal eğilimler.....	67
2.6.2.1.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi .....	68
2.6.2.2.Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi (Ellsberg Paradoksu) .....	68
2.6.2.3.Bilişsel Çelişki .....	69
2.6.2.4.Kayıptan Kaçınma Etkisi .....	69
2.6.2.5.Statüko Eğilimi .....	70
2.6.3.Sürü davranışı (Psikolojisi).....	70
2.6.3.1.Rasyonel Sürü Davranışı.....	71
2.6.3.1.1.Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı: Bilgi Çağlayanı .....	71
2.6.3.1.2.Saygınlığa (İtibara) Dayalı Sürü Davranışı .....	72
2.6.3.1.3.Ücrete Dayalı Sürü Davranışı.....	72
2.6.2.İrrasyonel Sürü Davranışı .....	73
2.7.DAVRANIŞSAL FİNANS İLE İLGİLİ ULUSAL VE ULUSLARARASI ALANDA GERÇEKLEŞTİRİLMİŞ BAZI ÇALIŞMALAR .....	74

### 3. BÖLÜM

#### DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDE BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ.....	79
3.1.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi .....	79
3.1.2. Araştırmanın Kapsamı .....	80
3.1.3. Araştırmanın Yöntemi ve Verilerin Analizi .....	80
3.1.4. Araştırmanın Hipotezleri .....	81
3.1.5. Araştırmanın Bulguları ve Sonuçların Değerlendirilmesi .....	81
3.1.5.1. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerine İlişkin Bulgular .....	81
3.1.5.2. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Finansal Profiline İlişkin Bulgular.....	83
3.1.5.3. Yatırımcı Eğilimlerinin Belirlenmesine İlişkin Bulgular.....	86
3.1.5.4. Faktör Analizi.....	87
3.1.5.5.Yatırımcı Eğilimlerinin Demografik Değişkenler ve Yatırımcı Profili Açısından Farklılık ve İlişki Testi Sonuçları .....	93
3.1.5.5.1. Demografik Özellikler Açısından Aşırı Güven Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	93
3.1.5.5.2. Yatırımcı Profili İle Aşırı Güven Eğiliminin Değerlendirilmesi. 95	
3.1.5.5.3. Demografik Özellikler Açısından Aşırı İyimserlik Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	97
3.1.5.5.4. Yatırımcı Profili İle Aşırı İyimserlik Eğilimi Değerlendirilmesi 99	
3.1.5.5.5. Demografik Özelliklerin Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi .....	100

3.1.5.5.6. Yatırımcı Profili İle Pişmanlıktan Kaçınma Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	102
3.1.5.5.7. Demografik Özelliklerin Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi .....	104
3.1.5.5.8. Yatırımcı Profili İle Kayıptan Kaçınma Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	106
3.1.5.5.9. Demografik Özelliklerin Tutuculuk Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi .....	107
3.1.5.5.10. Yatırımcı Profili İle Tutuculuk Eğilimi Değerlendirilmesi .....	108
3.1.5.5.11. Demografik Özellikler Açısından Sürü Psikolojisi Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	110
3.1.5.5.12. Yatırımcı Profili İle Sürü Psikolojisi Eğiliminin Değerlendirilmesi .....	112
<b>SONUÇ</b> .....	<b>114</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>119</b>
<b>ANKET FORMU</b> .....	<b>128</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	<b>131</b>

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.Etkin Piyasa Formlarının İlişkileri.....	14
Şekil 2. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi.....	39
Şekil 3.Davranışsal Finans'ın Diğer Disiplinlerle İlişkisi.....	40
Şekil 4.Barberis, Shleifer Ve Vishny Temsili Yatırımcı Modeli.....	51
Şekil 5.Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli .....	52
Şekil 6.Hong-Stein Modeli .....	55



## TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. Katılımcıların Demografik Özellikleri İle İlgili Verilerinin Dağılımı.....	82
Tablo 2.Katılımcıların Finansal Profilleri İle İlgili Verilerinin Dağılımı .....	83
Tablo 3.Yatırımcı Eğilimlerinin Belirlenmesindeki İfadelerin Ortalama, Standart Sapma Ve Normallik Testi.....	86
Tablo 4.Güvenilirlik Testi Sonuçlarına İlişkin Veriler .....	87
Tablo 5.Yatırımcı Eğilimlerine Ait Güvenilirlik Analizi Sonuçları.....	87
Tablo 6.KMO ve Bartlett's Test Sonuçları .....	88
Tablo 7.Temel Bileşenler Analizine Bağlı Faktör Sayısı Ve Açıklanan Varyans Yüzdesi (Total Variance Explained).....	89
Tablo 8. Rotasyon Sonrası Faktör Yükleme Matrisi (Rotated Component Matrix)..	90
Tablo 9.Aşırı Güven Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları .....	93
Tablo 10.Aşırı Güven Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	94
Tablo 11.Aşırı Güven Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları .....	95
Tablo 12.Aşırı Güven Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	96
Tablo 13.Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	97
Tablo 14.Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	98
Tablo 15.Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	99
Tablo 16.Aşırı Güven Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	100
Tablo 17.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	100
Tablo 18.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	101
Tablo 19.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	102
Tablo 20.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	103
Tablo 21.Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları .....	104
Tablo 22.Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	105
Tablo 23.Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları .....	106
Tablo 24.Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	107
Tablo 25.Tutuculuk Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	107
Tablo 26.Tutuculuk Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	108
Tablo 27.Tutuculuk Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	109
Tablo 28.Tutuculuk Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	110
Tablo 29.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	110

Tablo 30.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	111
Tablo 31.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları.....	112
Tablo 32.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları .....	113



## GİRİŞ

Geleneksel finans teorileri içersinden beklenen fayda teorisi, bireylerin belirsiz durumlarda nasıl karar alması gerektiğini betimlerken bireylerin duygulardan arınmış, rasyonel ve bilimsel gerçeklerle hareket ettiklerini varsaymaktadır. Bireylerin rasyonel davranış sergilemesi ile birlikte tercih durumunda matematiksel verilerle hareket ettiği, yeni bilgi karşısında bireyin beklentilerini uygun reaksiyon yani Bayes kurallarına göre verdiği ve benzer hataların sistematik olarak yinelenmeyeceği kabul edilmektedir. Ayrıca yatırımcıların piyasaya gelen yeni bilgilere varlık fiyatları etkilenmeden ve herhangi bir maliyete katlanılmadan anında sahip olduğunu, bireylerin zaman kaybetmeden bilginin gerektirdiği şekilde sermaye piyasalarında işlemlerini gerçekleştirebildiğini, risk ve getiri oranına göre faydalarını maksimum seviyede sağlayan yatırımı tercih etmeleri gerektiğini öngörmektedir. Beklenen Fayda Teorisini temel alan Etkin Piyasalar Hipotezinin piyasaların her zaman etkinliğini savunmasına rağmen piyasalarda gerçekleşen dalgalanma ve anomalilerin sebebini açıklayamaması beklenen fayda teorisinin temel öngörüsü durumundaki rasyonel insan düşüncesinin eleştirilmesine ve sorgulanmasına neden olmuştur.

Geleneksel finansın açıklayamadığı bu anomalileri ve dalgalanmaları açıklamak üzere insan ve toplum davranışlarını inceleyen psikoloji ve sosyoloji gibi diğer bilim dallarından da destek alınarak bu durumlar açıklanmaya çalışılmış ve “davranışsal finans” yaklaşımı ortaya çıkmıştır. Yatırımcıların sergilemiş oldukları davranışlar finansal piyasaları şekillendirirken, geleneksel finans yaklaşımının varsayımlarını onaylayacak biçimde basit değildir. Yatırımcıların davranışları genel olarak mantıksal bir şekilde gerçekleşmemekte ve psikolojik eğilimler ve önyargılardan etkilenmektedir. Özellikle yatırımcıların finansal yatırım kararını etkileyen önemli faktörlerinden biri olan risk algısının, bireylerin ruh hallerindeki anlık değişimlerle sürekli farklılık göstermesi rasyonel insan kavramının sorgulanmasını haklı çıkarmaktadır.

Daniel Kahneman ve Amon Tversky isimli asıl çalışma alanları psikoloji olan araştırmacılar 1979 yılında gerçekleştirdikleri “Prospect Theory” isimli çalışmalarını ile risk ve belirsizlik altında karar alma sürecinde psikolojik faktörlerin etkisini



dikkate alarak hazırladıkları “beklenti teorisi” kavramını ortaya çıkarmışlar ve geleneksel finansın “beklenen fayda” teorisine eleştiri getirmişlerdir. Teori beraberinde diğer çalışmalara imkan sağlamış, bireylerin yatırım kararlarını etkileyen bilişsel ve duygusal eğilimleri ile ilgili bir çok çalışma ortaya çıkmış ve davranışsal finans yaklaşımının çerçevesi belirlenmiştir.

Davranışsal finans ile ilgili Türkiye’de Ateş (2007), Ede (2007), Büyükaslan (2012), Göksu (2013), Gümüş, Koç ve Agalarova (2013), Küçük (2014), Angı, Bekçi ve Karataş (2016), Gül, Ekşi ve Sürme (2017), Coşkun, Demir ve Işık (2018), çalışmalarını yatırımcıların sergilemiş oldukları eğilimleri farklı boyutlar ile ele alarak gerçekleştirmişlerdir. Bahsedilen çalışmalar ve diğer davranışsal finans ile ilgili gerçekleştirilen çalışmalardan farklı olarak bu çalışma; bireysel yatırımcıların aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, kayıptan kaçınma, tutuculuk (muhafazakarlık) ve sürü psikolojisi eğilimleri ile gerçekleştirilecek ve bu eğilimler değişkenler ile değerlendirilecek, bu değişkenlere faktör analizi uygulanacaktır. Değişkenlere faktör analizi uygulanarak demografik değişkenler ve finansal okuryazarlıklar düzeyleriyle ortaya çıkacak olan faktör sayısı arasında farklılık ve ilişki testleri gerçekleştirilecektir.

Çalışmanın amacı davranışsal finans literatüründe de yer alan yatırımcıların finansal yatırım kararlarını alırken; demografik özellikleri ve finansal okuryazarlık düzeylerinin, bilişsel ve duygusal eğilimleri ile sosyal ve çevresel faktörlerinin etkili olabileceği düşüncesi ile bunların aralarında bir ilişkinin olup olmadığını belirlemektir.

Çalışmanın ilk bölümünde geleneksel finans yaklaşımını oluşturan teori, model ve hipotezler ele alınmış ve son olarak da davranışsal finansın ortaya çıkmasına neden olan anomalilerle yer almaktadır.

İkinci bölümünde ise davranışsal finans yaklaşımının kavramı, ortaya çıkışı ve tarihsel gelişimi, diğer bilim dalları ile olan ilişkisi incelenmiş, teori ve modelleri ele alınmış ve son olarak yatırımcıların karar alma sürecinde etkili olan eğilimlere yer verilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise, bireylerin demografik özellikleri, finansal profilleri ve yatırım tercihlerini etkileyen bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimleri kapsamında ele alınan önermeler ile anket çalışması uygulanmış ve bireysel

yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen davranışsal faktörlere yönelik bulgular ve analiz sonuçları yer almaktadır.



## 1.BÖLÜM

### GELENEKSEL FİNANS TEORİ HİPOTEZ VE MODELLERİ

Finans, bireylerin veya işletmelerin gereksinim duydukları para, fon, sermayedir. Finansal yönetim ise bu fonların en uygun kaynaklardan sağlanması ve elde edilen kaynakların verimli ve etkin bir şekilde kullanılması ile birlikte mevcut varlıkların büyütülmesi olarak ifade edilmektedir. Disiplin anlamında finans kavramı ise daha geniş bir kapsamda finansal piyasaları da içine alacak bir kavram olarak değerlendirilmektedir.

Finans disiplini bağlamında yatırımcıların yatırım kararlarını etkin bir şekilde verebilmeleri her zaman önemli bir konu olmuştur. Sermayelerin istenilen düzeyde gelir getirmesi ve farklı yatırım alternatifleri üretmek için uzun yıllar boyunca birçok varsayım üretilmiş ve teoriler meydana getirilmiştir. Finansal yönetim kapsamında düşünüldüğünde, gerçekleştirilen teori ve modelleri geleneksel ve davranışsal finans teorisi ve modelleri olarak iki ana başlık altında toplamak mümkündür. Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların her birinin farklı rasyonel kalıplarda olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca yatırımcıların, karar verme sürecinde eşit bilgi düzeyine sahip olduğunu ve bu nedenle elde edecekleri fayda ve bu faydayı elde ederken karşılaştıkları problemleri kıyaslayabilmeleri nedeniyle gerçekleşen sonuçları tahmin edebileceklerini savunmaktadır.<sup>1</sup>

Geleneksel finans, insanların piyasa ile ilgili birikimlerini gerçekleştirirken irrasyonel düşüncelerden uzak hareket ettikleri görüşündedir. Bu sebeple piyasalardaki yatırımcıların rasyonel düşünceler içerisinde hareket ettiği varsayımı üzerine yeni araçlar, teoriler, modeller geliştirmek ve üretmek geleneksel finansın temelini oluşturmaktadır.<sup>2</sup>

Bu bölümde Geleneksel Finans Teorisi, Model ve Hipotezleri kapsamında; Beklenen Fayda Teorisi, Bayes Teorisi, Etkin Piyasalar Hipotezi, Finansal Varlıkları

<sup>1</sup>Adem Büyükaslan, *Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar, 2012, s. 5-6.

<sup>2</sup> Sinem Sevil ve Hakkı Kutay Çilingiroğlu, 'Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Duygusal Eğilimleri', *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S.19, 2011, s.249.

Fiyatlama Modeli, Modern Portföy Teorisi ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi ele alınmıştır.

### 1.1.BEKLLENEN FAYDA TEORİSİ

Fayda; bireylerin ihtiyaçlarını karşılarken mal ve hizmeti doğrudan doğruya kullanılması ile birlikte tüketicilerin duyduğu haz, mutluluk ve tatmin olma duygusu olarak tanımlanmaktadır. Bazı felsefecilerin sözlerini Abaan (1998), şu şekilde kaleme almıştır; “bir eylem zevk yarattığı gibi acıda yaratabiliyorsa fayda zevkin ve engel olunan acının ortaya çıkan toplamından oluşmaktadır”.<sup>3</sup>

Beklenen fayda teorisi, ilk kez 1738 yılında Daniel Bernoulli tarafından ortaya atılmıştır.<sup>4</sup> Bernoulli, insanın parasal durumunu değil, bu paradan beklenen faydayı maksimum dereceye çıkararak bir fayda teorisi ortaya koymuştur. Ancak beklenen faydayı tam olarak ölçmeye dair bir hipotez ve teori ortaya çıkaramamıştır.<sup>5</sup>

Bernoulli'nin bu çalışmasının üzerine 1944 yılında Jon Von Neumann ve Oscar Morgenstern sırasıyla birer matematikçi ve ekonomist olan iki araştırmacı “Theory of Games and Economic Behavior”(Oyunlar Teorisi Ve İktisadi Davranış) eserlerinde Bernoulli'nin yarım kalan işini tamamlamışlar ve beklenen fayda teorisini matematiksel şekilde ortaya koymuşlardır. Beklenen fayda teorisi insanı rasyonel bir varlık olarak tanımlamaktadır. Neo-Klasik iktisat'ın temel varsayımına göre; insan, akılcı ve rasyonel yönü nedeni ile en çok fayda elde edeceği, çok ve az arasında çoğu tercihi edeceği, yaptığı tercihler ile birbiriyle de çelişmeyeceğini ifade etmekte, yani insanı homo-economicus olarak adlandırmaktadır.<sup>6</sup>

Beklenen fayda teorisine göre; insan risk veya belirsizlik içerisinde olduğu varsayıldığında bir tercih yapacak olurlarsa kendileri için en çok faydayı maksimize edecek şekilde tercihlerini gerçekleştirecektir.<sup>7</sup>

Von Neumann ve Morgenstern beklenen faydayı, bir karara ulaşılmadan veya bir durumu sonuçlandırabilmek için ulaşılabilecek muhtemel fayda ile olayın

<sup>3</sup> Ernur Demir Abaan, Fayda Teorisi Ve Rasyonel Seçimler, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 2002/3, 1998, s.46.

<sup>4</sup> Ted Bergstrom, ‘Notes on Uncertainty and Expected Utility’, *UCSB Economics 210A*, 2011, s.1.

<sup>5</sup> Abaan, a.g.e., s.125.

<sup>6</sup> Esin Candan ve Avni Önder Hanedar, ‘İktisat Neden Bir Kapalı Kutudur? Hakim İktisadın Değer Yargısı – Sınama İlişkisi’, *İktisat İdeolojisi Kongreler Dizisi- 4*, Ankara, 2005, s.2.

<sup>7</sup> Philippe Mongin, “Expected Utility Theory” *Handbook of Economic Methodology*, London, 1997, s. 347.

gerçekleşme olasılığının çarpılması sonucunda ortaya çıkan değer olarak ifade etmektedir.<sup>8</sup>

Bernoulli'nin düşüncesinden yola çıkan Von Neumann ve Morgenstein'in Beklenen Fayda hipotezi, standart iktisat teorisinin referans modeli durumunda gösterilmektedir. Faydanın formül hali ise şu şekildedir;<sup>9</sup>

$$BF = \sum_{i=1}^n u(x_i) p_i$$

Bu tanım ve formülden yola çıkarak beklenen fayda teorisini ifade etmek gerekirse; kişilerin ulaşacakları sonucu (x), gerçekleşen fayda fonksiyonunun (u)'ya ulaşılacağı belirtilmektedir. (x) sonucunu ortaya çıkaracak a eyleminin gerçekleşme ihtimali (p), aynı neticeye ulaştıracak olan b eylemin olma ihtimali (q) olduğu varsayıldığında ortaya çıkacak formül aşağıdaki gibi olacaktır.<sup>10</sup>

$$p \cdot u(x) \geq q \cdot u(x)$$

Oluşturulan denklemi başka bir ifadeyle açıklayacak olursak; kişiler farklı durumların gerçekleşme olasılıklarını bildikleri piyasada, meydana gelecek yeni bilgi ve haberlere aynı anda ulaşacağından dolayı kendilerine maksimum fayda sağlayacak seçeneği kabul etmektedir. Bu sebeple, yukarıdaki formülde a ve b seçenekleri içerisinde a durumun getireceği fayda, b durumunun beklenen faydasından fazla ise kişiler kesin olarak a durumunu tercih edeceklerdir.

Jon Von Neumann ve Oscar Morgenstern'in 1944 yılında ortaya çıkardıkları eserlerinde beklenen fayda teorisini 4 ilkesinin bulunduğu bahsetmişlerdir. Bu ilkeler;<sup>11</sup>

- **Üstünlük/Geçişlilik:** Karşısına seçmek durumunda kaldığı A ve B ürünlerinden birisini seçecek olan karar verici A veya B ürününü seçebilir ya da her ikisini de seçmeyebilir. Bunların yanına C ürünü eklenirse; A ürünün faydasının B'den fazla B ürünün faydası C'den fazla olması durumunda A

<sup>8</sup> Murat Kıyılar ve Murat Akkaya, *Davranışsal Finans*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2016, s.23.

<sup>9</sup> Tolga Aksoy Ve Işıl Şahin, 'Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar' *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi Journal Of Economic Policy Researches*, Vol.2, Iss.2, 2015, s.7.

<sup>10</sup> Faruk Bostancı, *Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü*, İstanbul, 2003, s.11.

<sup>11</sup>Jon D. Hanson ve Douglas A. Kysar, 'Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation', *New York University Law Review*, 1999, s.641-642.

ürünün faydası en az C kadar olacaktır. Bu durumda karar vericinin A ürününü tercih etmesi beklenir.

- **Süreklilik:** Tercih edilecek olan her B durumu, diğer durumlar olan A ve C'yi içeren tercihlerden farksızdır. Örneğin, karar verici olanın tercihlerini gerçekleştirirken A seçeneğini B ye ve B seçeneğini de C ye tercih ettiğini düşünelim. Bu durumda A seçeneğinden elde edilecek fayda olasılığının  $p$  olduğunu ve C seçeneğinin sağlanacak fayda olasılığının bulunduğu bir bahis varsa,  $1-p$ , kişinin bahis durumu ile B seçeneği arasında kayıtsız kaldığı  $p$  için bir değer olmalıdır. Başka bir ifade ile A, B ve C seçenekleri birbirlerinden farksızdır diyebiliriz.
- **Bağımsızlık:** Seçenekler birlikte bahis içerisinde kullanıldığında, tercih edici iki seçenek arasında tercihlerini değiştirmeden kalmalıdır. Bu şekilde, seçeneklere tek tek bakıldığında A'dan B'ye tercih edilirse, A'yı kazanarak %50'ye %50 bir şansın gerçekleşebilmesi için %50, %50 şans durumunu tercih etmelidir. Aynı şekilde, A ve B seçenekleri arasında bir ilgisizlik durumu mevcut ise, aynı zamanda A ve B seçeneklerini aynı terimlerle sunan iki bahis arasında kayıtsızlık içerisine girmeyin. Başka bir ifade ile karar vericinin tercihi bir bahis oyunu olsa dahi değişmeyecektir.
- **Değişmezlik:** Bu ilke değişmezlik, yani tercih durumlarının aynı seçim sorunu olması halinde bile seçimlerin değişmeyeceğini ifade etmektedir. Bu durum göz önünde tutulduğunda oluşacak benzer problemler sonucunda verilmesi gereken karar aynı kalacaktır.

Beklenen fayda teorisi, karar vericinin gerçekleştirecek olduğu kararları verirken neler yaptığından daha ziyade gerçekleştireceği kararların nasıl ve ne şekilde olması gerekliliği ile ilgilenmektedir. Başka bir ifade ile insanın rasyonel tutumu göz önüne alınarak, karar vericinin elde edeceği faydayı maksimum şekilde yapacağı karar ile ilgilenir. Beklenen fayda teorisine bir takım eleştiriler de bulunmaktadır. Teoriye getirilen eleştirilerin en başında insanın her zaman faydacı tercih yapmaması gelmektedir.

## 1.2. BAYES TEOREMİ

Gelecekte karşılaşılabilecek belirsizlik durumlarını ortadan kaldırırken alınan kararlar oldukça önemlidir. Bu sorun çerçevesinde alınacak olan karar konusunda ortaya çıkarılan önemli çalışmalardan bir tanesinde İngiliz matematikçi Tomas Bayes'e ait olan Bayes teoremidir. Bayes teoremine göre gelecek ile ilgili vereceğimiz kararları tahmin etmemizde, önceki veriler yani geçmişte gerçekleşen olayların verileri kullanılarak, istatistiksel ve olasılık yöntemleri ile karar alma süreci gerçekleştirilebilir. Bayes yöntemine göre; belirsizlik durumundaki sorunu ölçmenin tek yolu, olasılık dağılımının hesaplanmasıdır.<sup>12</sup>

Tomas Bayes tarafından 18. yüzyılda ortaya çıkan teorem ilk başlarda herhangi bir kullanım alanı bulamamıştır. 20. Yüzyılda, matematikçi ve istatistikçi olan Jim Savage ve Dennis Lindley'in tarafından savunulmuş ve ön plana çıkarılmaya başlanmıştır. Daha sonrasında gelişen teknoloji çerçevesinde bilgisayarların güçlenmesi ve akabinde programların ortaya çıkması Bayes teoremini ön plana çıkarmaya başlamıştır.<sup>13</sup>

Karar vericiler piyasa içerisinde yatırımlarını gerçekleştireceğinde, piyasa içerisinde bir bilgi edindiklerinde kararlarını Bayes teoremine göre değiştirmeleri beklenmektedir. Piyasa içerisinde yeni haberlere verilecek olan tepkiye Bayes kurallarınca verilmesi durumunda buna uygun reaksiyon denmektedir. Fakat piyasadaki yatırımcılar kararlarını her zaman bu teoreme göre vermedikleri bir gerçektir. Piyasa içerisinde bulunan yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken geçmiş bilgi ve oranlardan daha çok, piyasaya ulaşan en son bilgilere göre yatırım tercihlerini gerçekleştirmektedir.<sup>14</sup>

## 1.3. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Etkin piyasalar hipotezi ilk olarak 1970 yılında Eugene Francis Fama'nın öncülüğünde geliştirilmiş, ekonomi ve finans literatürüne kazandırılmıştır. Menkul kıymet fiyatlarının gelişmiş bir pazar içerisinde, kendisi ile ilişkisi bulunan bütün

<sup>12</sup> Thomas Bayes, 'Studies in the History of Probability and Statistics:IX. Thomas Bayes's Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances', *A Biographical Note(Biometrika)*, 1958, Vol.45, pp. 297.

<sup>13</sup> Aysun Göksu, 'Portföy Yatırım Kararlarında Davranışsal Finansın Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması', Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2013, s.8.

<sup>14</sup> Serkan Yılmaz Kandır, 'Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi', Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Adana, 2006, s.29.

bilgiyi barındırdığı varsayılmaktadır. Eğer ki piyasa içerisinde bir rekabet söz konusu ise; mal veya hizmetin değeri, piyasadaki arz ve talebin eşitlenmesi ile belirlenecektir. Bu mal ve hizmetin değeri aynı zamanda, herkesin aynı anda aynı bilgilere sahip olmasına dayanan ve kişiler arasında anlaşmanın sağlandığı değer anlamına da gelmektedir.<sup>15</sup>

Etkin piyasalar hipotezi, mali bir piyasadaki ürünlerin her zaman piyasa içerisindeki bilgiyi yansıttığı, ürünlerin fiyatlarının herhangi bir bilgi girişi olsa dahi değişmeyeceğini savunmaktadır.<sup>16</sup> Piyasa içerisinde, kar elde edilebilecek hiçbir bilginin yok sayılmayacağı ve herhangi bir bilgi israfının kesinlikle görmezden gelinemeyeceği piyasalar olarak bilinmektedir.<sup>17</sup> Bir başka ifade ile cari bir piyasadaki bir hisse senedinin fiyatına baktığımızda o hisse senedi kendi ile ilgili bütün bilgileri ve gelecek ile ilgili rasyonel beklentilerin tümünü içerisinde barındırdığı söylenebilir.<sup>18</sup>

Etkin durumdaki bir piyasa; faaliyet etkinliği, bilgi etkinliği ve kaynak dağıtımını olmak üzere üç değişik şekilde değerlendirilmektedir. Faaliyet etkinliği; menkul kıymet pazarında alıcı ve satıcı faaliyetlerinin minimum maliyetlerle gerçekleştirilmesidir. Bilgi etkinliği; piyasa içerisindeki fiyatların tüm bilgiyi yansıtması şeklinde tanımlanmaktadır. Bu da etkin kavramının bilişsel etkinliğinden gelmektedir. Kaynak dağıtımını ise; menkul kıymet pazarı içerisindeki bilgilerin istenilen düzeyde dağıtılması anlamını ifade etmektedir.<sup>19</sup>

Shleifer etkin bir piyasanın üç varsayımının bulunduğu bahsetmiştir. Bu varsayımlar ise;<sup>20</sup>

- Finansal piyasa içinde çoğu yatırımcı rasyoneldir ve bu nedenle piyasayı değerlendirirken rasyonel bir şekilde davranırlar.
- Piyasa içerisinde muhakkak rasyonel davranmayan yatırımcılarda vardır. Ancak bu yatırımcıların kararları birbirlerini ortadan kaldırır ve piyasa dengelenmiş olur.

<sup>15</sup>Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001, s.267.

<sup>16</sup> İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005, s. 221.

<sup>17</sup> Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003, s.48.

<sup>18</sup> Hüseyin Dağlı, *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, Derya Kitap Evi, Trabzon, 2000, s.170.

<sup>19</sup> Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s. 61-62.

<sup>20</sup> Andrei Shleifer, *İnefficient Markets: an Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford University Press, 2000, s. 2.



- Piyasada irrasyonel yatırımcıların davranışları nedeni ile oluşan dalgalanmayı, rasyonel yatırımcılar arbitraj uygulayarak ortadan kaldırır.

Etkin piyasalar hipotezini; “Menkul kıymetlerin işlem gördüğü ve bilgilerin bütün yönleriyle ortaya konulduğu piyasalar” olarak tanımlayan Fama, aynı zamanda her piyasanın da her durumda etkin olmayacağından da bahsetmiştir.<sup>21</sup> Bu tanımlamadan yola çıkarak, bir piyasanın etkin sayılabilmesi için bazı koşulların olması gerektiği belirtmiştir. Bu koşulları şu şekilde sıralanabilir;<sup>22</sup>

- Pazar içerisinde çok sayıda katılımcı vardır ve hiçbir katılımcı piyasayı etkileyebilecek güçte değildir.
- Yatırımcılar önemli bir maliyet üstlenmeksizin, piyasa içerisindeki bilgilere kolayca ulaşabilirler.
- Pazar içerisindeki işlem giderleri minimum düzeydedir. Bu durum da etkin bir piyasada ürünlerin fiyatlarına hemen yansımaktadır.
- Etkin bir piyasa istikrarlı bir şekilde çalışmaktadır. Bu istikrarın temel sebebi ise kurumsal yapının gelişmesinden gelmektedir.

Hipotezde bahsedilen varsayımların reel piyasalar içerisinde gerçekleşme ihtimali bir hayli zordur. Bu sebepten dolayı piyasaların her zaman etkin olacağını söylemek mümkün değildir.<sup>23</sup>

Geleneksel finans teorisinin temelinde, tam rekabet şartlarının bulunması sebebiyle etkin piyasalar hipotezi yatmaktadır. Piyasaya dahil edilen yeni bilgiler neticesinde finansal varlığın o anki değeri, onun gerçek değeri olarak kabul edilmektedir. Piyasaya gelen yeni bir bilgi girişi sonucunda, varlığın fiyatında iniş ve çıkışlar gerçekleşmiş ise gelen bilginin piyasaya hangi yönde şekil verdiği bilinmezlik içerisindeyse, burada fiyatların rassal bir şekilde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum etkin piyasalar hipotezi kapsamında “Rassal Yürüyüş” olarak ifade edilmektedir.<sup>24</sup>

<sup>21</sup> Eugene F. Fama, ‘Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’, *Journal of Finance*, Vol. 25, Iss.2, 1970, pp.387.

<sup>22</sup> Gültekin Karaşin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987, s.95.

<sup>23</sup> Arife Özdemir, ‘Pay Piyasalarında Etkin Piyasalar Hipotezinin Farklı Dağılım Varsayımları Bağlamında Uzun Hafıza Modelleri ile Tespiti Abd Ve Türkiye Karşılaştırması’, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Burdur, 2018, s.40.

<sup>24</sup> Fama, a.g.e., s. 388.

Piyasa içersine gelen yeni bilgilerin piyasaya dahil olduğu ve yatırımcıların bu bilgilere aynı anda ulaştığı görüşü kabul edildiğinden dolayı piyasa içersinde pozisyon alacak olan yatırımcıların anormal derecede kazanç elde edemeyeceği belirtilmektedir. Bununla birlikte etkin durumdaki bir piyasa içersinde sistematik anomalilerin meydana gelmesi beklenmez. Bu durumda finansal varlığa ait fiyat oluşumu tamamen rassal bir şekilde meydana gelmektedir. Hipotezin varlığının kabul edilebilmesi için varlıkların fiyat oluşumlarının tamamen rassal yürüyüş içersinde olması gerekmektedir.<sup>25</sup>

Doğukanlı ve Ergün (2011), bu durumu; pazarda satın alınan bir menkul kıymetin gerçek değerinin altında fiyatlandığını ve ileride fiyatının artacağı düşüncesi ile kazanç elde edilmeye çalışılacağı şeklinde açıklamışlardır. Bu oluşan talebin artmasına ve bununla birlikte fiyatın yükselmesine sebep olur. Böylece menkul kıymetin gerçek değeri ve pazar değeri eşitlenmiş olur. Bunun yanında pazar içersinde fiyatı yüksek değerlenmiş olan menkul kıymet, yatırımcılar tarafından satın alınmaz, yatırımcılar ellerinde bulunan menkul kıymet satıp fiyatları aşağı çekerek oluşan farkı ortadan kaldırmaktadırlar.<sup>26</sup>

Gelecekteki fiyat hareketlerini, teknik ve temel analiz yöntemleri kullanarak tahmin etme imkanı rassal yürüyüş özelliği gösterilmesi durumunda mümkün olmayacaktır. Bu durum fiyatların aşağı doğrumu, yoksa yukarı doğrumu hareket edeceği ile ilgili belirsizliğe neden olacağından yatırımcıların rasyonel bir şekilde hareket etmelerine, alım ve satım işlemlerini beklentilerini karşılayacak şekilde yapmalarını sağlayacaktır. Buda piyasada işlem yapan yatırımcıların kazanma ihtimallerinin olduğu kadar kaybetme ihtimallerinin de olacağı anlamına gelmektedir.<sup>27</sup>

Etkin piyasalar hipotezi üzerine birçok çalışma gerçekleştiren Fama, bu çalışmaları üzerine piyasaları üç tür bilgi gurubuna ayırmıştır. Bunlar; zayıf formada

<sup>25</sup> Emrah İsmail Çevik, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Etkin Piyasa Hipotezinin Uzun Hafıza Modelleri İle Analizi: Sektörel Bazda Bir İnceleme', *Journal Of Yasar University*, C.26, S.7, 2012, s.4438.

<sup>26</sup> Hatice Doğukanlı ve Bahadır Ergün, 'Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İmkb'de Araştırılması', *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.20, S.1, 2011, s.322.

<sup>27</sup> Özdemir, a.g.e., s.41.

etkin piyasalar, yarı güçlü formda etkin piyasalar ve güçlü formda etkin piyasalardır.<sup>28</sup>

### 1.3.1.Zayıf Formda Etkin Piyasalar

Fama, geçmişte meydana gelmiş fiyat oluşumlarını gözlemleyerek, ileriki dönemlerde meydana gelecek olan fiyat oluşumunu önceden tahmin etmenin mümkün olmayacağını varsaymaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasındaki asıl neden ise geçmişte oluşan verilerin bütün yatırımcılara açık olmasından kaynaklı isteyen bütün yatırımcıların ulaşmak istedikleri verilere kolaylıkla ulaşabileceği ve bu yüzden yatırımcıların anormal bir şekilde kazanç elde edemeyeceği gerçeğidir. Umulmadık bir anda piyasaya düşecek yani bir bilgi fiyatların farklılaşmasına neden olabilir. Bunu daha önceden bilmek ise mümkün değildir. Gelen bilgi nedeni ile finansal varlığın yeni fiyatı tesadüf bir şekilde ortaya çıkmaktadır.<sup>29</sup>

Finansal varlığın geçmiş dönemlerde meydana gelen fiyat oluşumları ile ilgili bilgiler finansal varlığın fiyatına yansımışsa, zayıf formda etkin piyasadaki bahsedilebilir.<sup>30</sup> Zayıf form, geçmişteki tüm bilgilerin finansal varlığa yansıdığı varsayımından yola çıkarak beklenen getiri oranı ile geçmiş dönemdeki getiri oranının birbirleriyle olan ilişkilerini incelemektedir.<sup>31</sup> Bu nedenle yatırımcılar teknik analiz yöntemiyle önceki dönemlerde meydana gelen fiyat hareketlerinden yola çıkarak finansal varlıkların yeni oluşacak fiyatını tahmin ederek fazladan kazanç elde edemezler.<sup>32</sup> Bu formda, piyasadaki yatırımcılar ortaya çıkan yeni bilgilere aynı anda sahip olamadığı piyasalar olarak bilinmektedir. Piyasaya gelen ve kamuya aktarılmamış olan yeni bilgilere bazı yatırımcılar tarafından ulaşılabildiği ve avantaj sağladığı piyasalar olarak da bilinmektedir.<sup>33</sup>

### 1.3.2.Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasalar

Yarı güçlü formda etkin piyasalar, geçmişten gelen bilgiler ve finansal varlıklar ile ilgili kamuya aktarılmış olan mevcuttaki bütün bilgilerin finansal

<sup>28</sup> Serpil Döm, *Yatırımcı Psikolojisi-İmkb Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s.2.

<sup>29</sup> Fama, a.g.e., s. 386.

<sup>30</sup> Cevat Sarıkamış, *Sermaye Pazarları*, Alfa Yayınları, İstanbul, 2000, s.144.

<sup>31</sup> Güner Konuralp, *Sermaye Piyasaları*, Alfa Yayınları, İstanbul, 2005, s.306-307.

<sup>32</sup> Recep Bildik, *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000, s.7

<sup>33</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınları, Bursa, 2007, s.268.

varlığın fiyatına yansıdığı piyasalardır.<sup>34</sup> Yarı güçlü form piyasalarında, piyasadaki yatırımcılara aktarılan, yıllık elde edilen kar, kar payı dağıtımı ve piyasaya ihraç edilecek olan taze pay senetleri gibi yeni bilgiler finansal varlıkların fiyatlarında oynamalara neden olacaktır.<sup>35</sup>

Yarı güçlü formda etkin piyasa, zayıf formda etkin piyasayı da içerisinde barındırmaktadır. Çünkü yarı güçlü form sadece geçmiş dönemlerde oluşan fiyat hareketlerini değil, bunun yanında geçmişte meydana gelmiş ekonomik her türlü bilgi setini de yansıtmaktadır.<sup>36</sup>

Yarı güçlü etkinlik form piyasalar yukarıda belirtildiği gibi piyasaya gelen bilginin herhangi bir şekilde yatırımcılar tarafından önceden bilinmeyeceği, yani piyasaya normal bir şekilde gelen bilginin piyasada ani değişimlere neden olamayacağı piyasalardır. Bu nedenle yarı güçlü form piyasalarda, zayıf güçlü form piyasalarda da olduğu gibi teknik veya temel analiz yöntemleri kullanılarak, yatırımcıların anormal bir kazanç elde etmesi mümkün değildir.<sup>37</sup>

### 1.3.3.Güçlü Formda Etkin Piyasalar

Bu form, piyasalarda kamuya açıklanmamış, şirketlerin kendi içerisinde bir bilgi durumu söz konusu olsa bile ve herhangi bir bilgi söylentisinin dahi menkul kıymet fiyatına anında yansıyor ise güçlü formda etkin bir piyasanın varlığından söz edebilir. Böyle bir piyasa içerisinde, içeriden bir bilgi alıp yatırım gerçekleştirmek isteyen herhangi bir yatırımcı olağanüstü bir gelir veya avantaj elde edemeyecek, anormal seviyelerde bir kar sağlayamayacağı varsayılmaktadır.<sup>38</sup>

Güçlü formda etkin piyasaların eleştirisi noktası ise; ortaya çıkarılan bazı araştırmalara göre borsa uzmanlarının ve içeriden bilgi alanların bazen bu formu yok eden anormal nitelikte sayılabilecek kazançlar elde ettiklerini göstermektedir.<sup>39</sup> Şirketlerin halka arz ettiği pay durumunu firma sahipleri, şirket içinde çalışanlar,

<sup>34</sup>Nevin Yörük, *Finansal Varlık Fiyatlaması Modelleri ve Arbitraj Fiyatlaması Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000, s.8.

<sup>35</sup> Ekrem Tufan, *Davranışsal Finans*, İmaj Yayınevi, Ankara, 2008, s.31.

<sup>36</sup> Sibel Duman Atan, vd., ‘Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma’, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.24, S.2, 2009, s. 35.

<sup>37</sup> Bildik, a.g.e., s.7.

<sup>38</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayınevi, İstanbul, 1998, s.227.

<sup>39</sup> Bolak, a.g.e., s.184.

payların alınıp satılmasını sağlayan aracı kurumlar tarafından piyasa içerisinde daha önce bilmesi durumunda kendilerine bir kazanç sağlamak istedikleri takdirde piyasa içerisinde bir denge kaybına neden olacakları düşünülmektedir. Böyle bir durumun ortaya çıkması halinde piyasanın etkinliğinden söz edilemez, menkul değer üzerinde oluşan fiyatlar ise gerçek değerini yansıtmamış olacaktır.

Yukarıda belirtilen tüm etkinlik formlarını birlikte değerlendirmek gerekmektedir. Çünkü piyasaların hepsi birbirleri ile iç içe hareket etmektedir. Zayıf formda etkinlik, yarı güçlü form etkinliğinin içerisinde yer alırken her iki form etkinliği ise güçlü formda etkin piyasaların içerisinde yer almaktadır. Bu durum aşağıdaki şekil 1’de şu şekilde gösterilebilir.<sup>40</sup>

**Şekil 1.**Etkin Piyasa Formlarının İlişkileri



**Kaynak:** Mehmet Baha Karan, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2011.

#### 1.4. PORTFÖY TEORİSİ

Kelime karşılığı cüzdandan anlamına gelen portföy, kişilerin ellerinde var olan menkul kıymet veya kişiler adına kullanılan menkul kıymetlerin tümü olarak tanımlanmaktadır. Portföy terimi menkul kıymet açısından, menkul kıymetlerin toplamından oluşan bir küme olarak ifade edilmektedir.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Karan, a.g.e., s.275-277.

<sup>41</sup> Ender Gürol ve Ali Kılıçoğlu, *Business World Dictionary*, Cem Yayınevi, İstanbul, 1994, s.696.

Birden fazla menkul kıymetten oluşan portföy, genellikle hisse senetlerinin kullanıldığı ve bunların yanında tahvil vb. menkul kıymet ve türev ürünlerden meydana gelen finansal nitelik olarak bilinen kıymetlerdir. Burada belirli finansal araçlardan oluşturulan portföy basit bir menkul kıymet toplamı değil, ölçülebilir nitelikleri bulunan yeni bir varlık olarak tanımlanmaktadır.<sup>42</sup>

Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde ve bununla birlikte gelişen sermaye piyasaları içinde yatırımcılar gelir elde edebilmek adına, risk ve getiri konusunda bilgi sahibi olmaya özen göstermesi portföy kavramının yaygınlaşmasına neden olmuştur.<sup>43</sup>

Yatırımcılar, yatırım kararı verirken sadece bir menkul değere değil, birden fazla menkul değere yatırım yapmaktadır. Portföy yaklaşımının bu varsayımı, yatırımcıların ellerinde bulunan fonları menkul değerler üzerine paylaştırarak risk durumlarını minimum seviyeye indireceklerini, elde edecekleri karı ise belirli bir risk altında maksimum seviyeye çıkaracak şekilde portföylerini oluşturduklarını varsaymaktadır.<sup>44</sup>

Portföy yönetimi, yatırımcıların elinde bulunan fonları piyasa içinde bulunan menkul değerler içinden riski düşük getirisi yüksek olan menkul değerlere yatırımlarını gerçekleştirmesidir. Portföye hangi menkul değerden ne miktarda dahil edileceği konusunda karar verilirken bazı teknik yöntemlerin kullanılmasıdır.<sup>45</sup>

Yatırımcılar portföylerini oluştururken geleneksel olarak bilinen hisse senedi ve tahviller dışında da birçok yatırım aracı kullanmaktadır. Bu yatırım araçlarından bazılarını şu şekilde sıralayabiliriz;<sup>46</sup>

- Katılma intifa senetleri,
- Kar zarar ortaklığı katılma belgeleri,
- Banka bonoları,
- Banka garantili bonolar,
- Finansman bonoları,

<sup>42</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, a.g.e., s.423.

<sup>43</sup> Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2000, s. 362

<sup>44</sup> Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basımevi, İstanbul, 1998, s.872.

<sup>45</sup> Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.423.

<sup>46</sup> Özgür Demirtaş ve Zülal Güngör, 'Portföy Yönetimi Ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama', *Havacılık Ve Uzay Teknoloji Dergisi*, C.1, S.4, 2004, s.104.

- Altın gümüş platin bonoları,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- Gayrimenkul sertifikaları,
- Yabancı sermaye piyasası araçları, Vb.

Yarımcılar yatırımlarını gerçekleştirirken özellikle menkul değer ve yatırım araçları içinden değişik formlarda portföy oluşturabilirler. Hisse senedi, tahvil ve diğer yatırım araçlarından oluşturulabilecek dört farklı portföy çeşidi meydana gelmektedir. Bunlar;<sup>47</sup>

- Hisse senedinden oluşturulan portföy; yatırımcılar her türlü risk seviyesine göre portföy oluşturabilirler,
- Tahvilden oluşturulan portföy; genellikle risk sevmeyen yatırımcıların portföy tercihidir,
- Her ikisinden oluşturulan portföy; dengeli bir portföy olması nedeni ile hem ana para korunmuş, hem de karlılık unsuru belirlenebilir,
- Diğer yatırım araçlarından oluşturulan portföy; yukarıda portföy gruplarının içersine diğer araçlardan risk tutumuna göre dahil edilebilir.

Başarılı bir portföy çeşitlendirilmesi oluşturulabilmesi için temel olarak iki portföy yönetimi yaklaşımından bahsedilmektedir. Bunlardan birincisi, menkul kıymetlerin basit bir şekilde çeşitlendirilmesinden bahseden Geleneksel Portföy Yaklaşımı, diğeri ise 1950’li yıllarda ortaya çıkan menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesinde matematiksel ve istatistiksel yöntemlerin kullanılarak gerçekleştirildiği Modern (Markowitz) Portföy Teorisidir.

#### **1.4.1.Geleneksel Portföy Teorisi**

Sanayileri gelişen batılı ülkeler, sermaye piyasalarının da hareketlenmesi sonucunda 1950’li yıllara gelinceye kadar 1938’de John Burr Williams’ın modellediği geleneksel portföy yönetimini kullanarak işlemlerini gerçekleştirmişlerdir. Bu dönemde portföy oluşturan yatırımcılar, menkul kıymetlerinin birbiriyle ilişkilerine bakılmaksızın, portföylerindeki menkul kıymet

---

<sup>47</sup> İsmail Bekçi, *Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve IMKB’de Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2001, s.4-5-6.

sayılarını arttırarak (çeşit çoğaltılarak) risk ölçülerini minimum seviyeye çekebileceklerini düşünmekteydiler.<sup>48</sup>

Geleneksel portföy yönetiminde portföy içerisinde yer alan menkul kıymetlerin dönem içerisindeki değerlerinde oluşan artış ve temettüleri portföyün getirisini oluşturmaktadır. Yatırımcılar, menkul kıymetlerin gelecek dönemlerde meydana getirecekleri değer artışlarını önceden tahmin etmek durumundadırlar.<sup>49</sup>

Geleneksel portföy yönetiminde esas amaç risk oranının dağıtılmasıdır. Portföy içersine dahil edilen menkul kıymetler getiri bakımından aynı yönlü hareket etmeyeceklerinden dolayı risk ölçüsü de portföy içersine dahil edilen bir menkul kıymetin riskinden daha az olacaktır. Bu nedenle geleneksel portföy yönetimi, portföye dahil edilen menkul kıymetlerin sayısının arttırılmasına (çeşitlendirilmesine) dayanır. Bu husus “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” olarak bilinmektedir.<sup>50</sup>

Geleneksel portföy yönetiminde ortaya çıkacak sorunun temelinde, beklenen getirinin elde edilmesinde karşılaşılabilecek olan riskin minimum seviyede veya tamamıyla ortadan kaldırmasında portföyün içersine dahil edilen menkul kıymet sayılarının çok fazla olması yatmaktadır. Bu nedenle fazla çeşitlendirmenin sakıncalarını kısaca aşağıdaki gibi özetleyebiliriz;<sup>51</sup>

- Portföyün aşırı çeşitlenmesi yönetimini güçleştirir.
- Portföye dahil edilen menkul kıymetlerin fazla olması nedeni ile hangilerinin portföye dahil edileceği hususunda gerçekleştirilen araştırma maliyetleri artacaktır.
- Menkul kıymet sayısındaki artış dolayısıyla ortaya çıkan komisyon giderleri artacaktır.
- Portföy içersine dahil edilen menkul kıymetin, kendi içerisinde bulunan riske karşın getiri sağlayamama ihtimali bulunmaktadır.

<sup>48</sup> Özdemir Akmut, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara, 1989, s. 5.

<sup>49</sup> Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.459.

<sup>50</sup> Jack Clark Francis, *Investment: Analysis And Management*, Mc. Graw – Hill Book Company, New York, 1976, s. 400. Aktaran: İsmail Bekçi, a.g.e., s.8.

<sup>51</sup> İbrahim Engin Üstünel, *Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması*, İMKB Yayınları, Ankara, 2000, s.9.



Geleneksel portföy yönetiminde portföy oluşturulurken bazı aşamalar bulunmaktadır. Bunlar; portföy planlaması, yatırım analizi, portföy seçimi, portföy değerlendirmesi, portföy revizyonu gibi temel aşamalardır. Bunları kısaca açıklayacak olursak;<sup>52</sup>

- Portföy Planlaması; oluşturulan portföyün yatırımcısı ve yöneticinin incelenmesi, yatırım kriterlerinin saptanması gibi temel kriterler bulunmaktadır
- Yatırım Analizi; portföye alınacak menkul kıymetlerin niteliklerinin değerlendirilmesi ve menkul kıymet performanslarının sayısal veriler yardımı ile değerlendirilmesidir.
- Portföy Seçimi; portföye alınacak varlıkların ve alınan bu varlıklara ne kadar yatırım yapılacağı belirlenir.
- Portföy Değerlendirmesi; portföy verimi, zamanla oluşan değer değişimi gibi hususların öngörülen zaman içinde yatırımcının amaç ve kriterlerine uygunluğu tespit edilir.
- Portföy Revizyonu; portföyün işlem zamanlaması, varlık seçimi ve genel bileşimine ilişkin kararları içermektedir.

#### 1.4.2.Modern Portföy Teorisi

Modern portföy teorisi, ilk olarak Harry S. Markowitz tarafından 1952 yılında geleneksel finans yönteminin devamı niteliğinde finans alanına sunulmuş bir teoridir. Bu tarihten önce menkul değerlere sadece getiri açısından bakan, risk kavramını ölçemeyen geleneksel finans yöntemine yeni bir ışık geldiği söylenebilmektedir. Henüz 25 yaşında lisansüstü eğitimine devam ederken finans alanın önde gelen dergilerinden “Journal of Finance” de “Portföy Seçimi” (Portfolio Selection) adı altında ortaya çıkardığı bu eser finansal varlıkların yönetilmesi açısından yenilikçi bir teori olarak kabul edilmiştir.<sup>53</sup>

Markowitz makalesinde yatırımcıların oluşturdukları portföylerde bulunan menkul kıymetlerin, belirli bir risk durumunda gerçekleşebilecek maksimum

<sup>52</sup> Tülay Demir, *Modern Portföy Kuramına Göre Optimum Portföyün Oluşturulması Ve İmkb 100 Üzerine Uygulaması*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2013, s.9-10.

<sup>53</sup>Alper Ateş, *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Konya, 2007, s.36.

getirinin nasıl sağlanacağı ile ilgili bilgiler vermiştir.<sup>54</sup> Bu eseri ve 1959 yılında çıkardığı kitabı ile birlikte Harry S. Markowitz modern portföy teorisinin babası olarak anılmaktadır.<sup>55</sup>

Geleneksel portföy yöntemi, portföyün riskinin azaltılabilmesi için menkul kıymet getirilerinin birbiriyle ilişkisine bakılmaksın portföyün çeşitlendirilmesi yoluyla giderilebileceğini öngörmektedir.<sup>56</sup> Ancak modern portföy teorisi, riskin azaltılabilmesinin sadece çeşitlendirme yoluyla değil, portföy içerisine dahil edilen menkul kıymetlerin birbiriyle olan ilişkileri, bu ilişkinin yönü ve derecesinin de portföy riskinin azaltılabilmesi açısından önemli olduğunu ileri sürmektedir.<sup>57</sup>

Markowitz'in portföy yönetimi ile ilgili çalışmaları bu alana büyük katkılar sağlamıştır. Bu önemli katkılar;<sup>58</sup>

- Parçaların veya kısımların toplamı bütüne eşit değildir.
- Üstünlük ilkesi, yani bazı portföyler diğerlerinden üstündür.
- Etkin sınır kavramıdır.

Birinci katkısı olan parçalarının veya kısımlarının toplamının bütüne eşitsizlik kavramı; portföy içerisinde bulunan menkul kıymet risklerinin portföyün riskinden daha yüksek olabileceğini, yani portföyün risk durumunu portföye dahil edilen menkul kıymetlerle düşürülebileceğini ve bazı durumlarda portföyün sistematik olmayan riskinin ortadan kaldırılabilceğini ileri sürmüştür. İkinci katkısı üstünlük ilkesi ise; bazı portföylerin diğerlerinden daha üstün olduğunu belirtmektedir. Yatırımcıların aynı risk düzeyindeki iki portföy arasında az getiri sağlayan portföyü, yine aynı getiri sağlayan iki portföy arasında risk oranı yüksek olan portföyü tercih etmeyeceklerini ileri sürmüştür. Üçüncü katkısı olan etkin sınır kavramı ise; portföylerin risk ve getiri seviyelerinin belirlenmesi ile ulaşılır. Yani, menkul kıymet sayısının fazla olduğu durumda, portföye dahil edilecek menkul kıymet kümesi oluşturulur. Ortaya çıkan bu kümenin üst sınırına etkin sınır denir. Etkin sınırın elde

<sup>54</sup> Güray Küçükkocaoğlu, 'Optimal Portföyün Seçimi ve IMKB Ulusal-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama' *Active-Bankacılık ve Finans Dergisi*, S.26, 2002, s.75.

<sup>55</sup> Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, "Modern Portfolio Theory, 1950 to Date", *Journal of Banking & Finance*, S.21,1997, s.1744.

<sup>56</sup> Diyar Akay, vd., 'Portföy Seçimi Problemi İçin Kds/Ga Yaklaşımı', *Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi*, C.17, S.4, 2002, s. 127.

<sup>57</sup> Akmut, a.g.e., s.5.

<sup>58</sup> Harry Markowitz, "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, C.7, S.1, 1952, s.82.

edilebilmesi için ise; portföyün varyansı ve beklenen getirisini bilmek gereklidir. Bu sebeple üst sınırın üzerindeki portföylere ise etkin portföy denmektedir.<sup>59</sup>

Harry Markowitz'in bu çalışmasının ardından, portföy yönetimi ile ilgili bazı araştırmacılar tarafından çalışmalar devam etmiştir. Shape, Lintner ve Mossin, yatırımcıların tasarruflarını modern portföy teorisine uygun bir şekilde özellikle hisse senedi ve diğer menkul kıymetlere gerçekleştirilen yatırımların fiyatları ne yönde etkileyeceğini araştırmışlar, bu çalışmalar neticesinde Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli geliştirilmiştir. Model yaklaşık yirmi yıl kullanıldıktan sonra Richard Roll 1977 yılında modelin yetersiz olduğuna vurgu yapmıştır. Aynı yıllarda Steve Ross Arbitraj fiyatlama modelini geliştirmiştir.<sup>60</sup>

Modern portföy teorisi ile ilgili bazı varsayımlar bulunmaktadır. Bu temel varsayımlar ise şu şekilde sıralanabilir;<sup>61</sup>

- Yatırım kararlarını verecek olan yatırımcılar rasyonel düşünürler. Beklenen getirilerini maksimum seviyeye ulaştıran, refahlarını arttıracak olan yatırımlara yöneleceklerdir.
- Yatırımcıların risk ve beklenen getirileri ile ilgili düşünceleri homojendir. Yani yatırımcılar genel olarak aynı risk durumunda maksimum getiriye yatırımlarını gerçekleştirecektir.
- Piyasa içerisindeki yatırımcılar aynı zaman ufkuna sahiptirler.
- Etkin bir piyasa içerisinde, bilgiler hızlı ve doğru bir şekilde menkul kıymetlerin fiyatlarına anında yansır. Piyasa denge içerisindeyken bilgilere herhangi bir kısıtlama getirilmemiş ve yatırımcılar kendileri için gerekli olan bilgiye eş zamanlı ulaşabilmeleri sağlanmıştır.
- Yatırımcılar yatırımlarını gerçekleştirirken, kararlarını menkul kıymetlerin beklenen getirileri ve riskine göre gerçekleştirirler. Bekledikleri getirinin ölçüsü olarak, portföye dahil edilen menkul kıymetlerin ortalamasını, risk ölçüsü olarak ise portföyden elde edilen getirilerin varyansını alırlar.

---

<sup>59</sup> Bekçi, a.g.e., s.14-15.

<sup>60</sup> Akmut, a.g.e., s.6.

<sup>61</sup> Yörük, a.g.e., s.13.

## 1.5.FİNANSAL VARLIKLARI FİYATLAMA MODELİ

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM), finansal alanda fazlaca kullanılmak birlikte risk ve getiri ilişkisini açık bir şekilde ifade etmektedir. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ilk olarak F. Sharpe (1964) tarafından ortaya çıkarılmış, ardından Litner (1965) ve Mossin (1966) ile birlikte geliştirilmiş, Black, Treynor ve diğerlerinin de çalışmalarıyla genişletilmiştir.<sup>62</sup>

Modern finansal ekonominin üzerinde durulan konulardan birisi de risk ile beklenen getiri arasındaki ilişkiyi ölçmektir. Yatırımcılar, finansal varlıkları fiyatlama modelinin geliştirilmesi ile birlikte gerçekleştirecekleri yatırımları kendilerine göre en düşük risk seviyesinde gerçekleştirmek istemelerine karşın bu seviyede maksimum gelir elde etmeye çalışacaklardır. Sharpe ve Litner, Markowitz'in çalışmalarını geliştirmiş ve tüm yatırımcıların homojen olduğu etkin bir piyasada finansal varlıkları fiyatlama modelinin ortalama varyansa göre şekil aldığını öne sürmüşlerdir.<sup>63</sup>

Finansal varlıkları fiyatlama modelinde modern portföy teorisinden farklı şekilde risk içermeyen finansal varlıklara da yatırım yapmak mümkündür. Etkin ve etkin olmayan varlıkların fiyatlandırılması, bunların risk ölçüsünün saptanması, risk ve getiri arasındaki ilişkinin belirlenmesi "Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli" ile birlikte mümkün olmaktadır.<sup>64</sup>

Modele göre bir menkul kıymetin getirisi, çeşitlendirilemeyen ve çeşitlendirilebilen yani sistematik ve sistematik olmayan riskin toplamına bağlıdır. Bununla birlikte, etkin bir şekilde çeşitlendirilmiş portföyde sistematik olmayan risk ortadan kaldırılarak elde edilmekte ve sadece sistematik risk kalmaktadır.<sup>65</sup>

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelinin temel özellikleri şöyle sıralanabilir:<sup>66</sup>

- Bir menkul kıymetin risk ölçüsü betası( $\beta$ )'dir.

<sup>62</sup> Yörük, a.g.e., s.29.

<sup>63</sup> John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig Mackinlay, *The Econometrics Of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997, s.181-182.

<sup>64</sup> Erdiç Altay, *Varlık Fiyatlama Modelleri: Fvfm Ve Aft Ve İMKB'de Uygulaması*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul, 2001, s.70.

<sup>65</sup> İbrahim Anıl Bitirak, *Türkiye'deki Makro Ekonomik Verilerin İmkb'de İşlem Gören Hisse Senetleri Getirileri Üzerine Etkisinin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Analizi*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2010, s.57.

<sup>66</sup> Berk, a.g.e., s.393-394.

- Bir menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranına, pazar risk primine ve menkul kıymetin betası ile ölçülebilir.
- Yatırımcılar risk içeren varlıklara yer verebilmesi için portföyün yeterince çeşitlendirilmiş olması gereklidir.
- Yatırımdan istenen getirinin fazla olabilmesi daha fazla risk içeren menkul değerlere yatırım yapılması ile mümkündür.

Model varlıkların fiyatlandırılmasını göstermek için meydana getirilmiştir. Bu nedenle her modelde olduğu gibi finansal varlıkları fiyatlama modeli de bazı varsayımlardan yola çıkmaktadır. Yatırımlar üzerinden beklenen getiriler ve bunlara karşın risk derecesinin birbirleri ile olan ilişkilerini basit bir şekilde ifade etmeye çalışmıştır. Ortaya çıkan varsayımların bazıları piyasa, bazıları ise yatırımcılar ile ilgilidir. Bu varsayımları şöyle sıralayabiliriz:<sup>67</sup>

Yatırımcılar ile ilgili varsayımlar;

- Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken yalnız portföyün beklenen getirisi ve varyansa odaklanarak yatırımlarını gerçekleştirir.
- Yatırım sahipleri çeşitlendirmelerini yaparken modern portföy teorisine göre yapar ve etkin olan bölgeye yönelmeye çalışırlar.
- Yatırımcıların hepsi yatırımlarını belirledikleri bir dönemde modern portföy teorisinin gerektirdiği şekilde gerçekleştirirler.
- Yatırımcılar yatırımın geçerli olabileceğini, diğer seçeneklerin getiri ve varyansının durumuna göre değerlendirirler.
- Yatırımcıların hepsi getiri ve risk hakkında homojendir.
- Yatırımcılar herhangi bir ücret ödmeden piyasa içerisindeki bütün bilgilere rahatlıkla ulaşabilirler.

Piyasa ile ilgili varsayımlar;

- Piyasa içerisinde tam rekabet ortamı mevcuttur. Bunun nedeni piyasa içerisinde alıcı ve satıcı sayısının fazla olması nedeni ile de bireysel davranışlar menkul kıymetlerin piyasa fiyatını etkileyemez.
- Risksiz menkul kıymetler piyasa içerisinde bolca mevcuttur. Risksiz faiz oranı ile piyasa içersinden istenildiği gibi borç alınabilir yada borç verilebilir.

<sup>67</sup> Akmut, a.g.e., s.115. s.147

- Yatırımcılar isterler ise menkul kıymetlere yapacakları yatırımı ufak miktarlarda gerçekleştirebilirler.
- Yatırımcıların tümü diledikleri kadar ödünçlü satış işlemi gerçekleştirebilirler. Kısa vadeli ödünçlü satış işlemleri piyasada daima serbesttir.
- Menkul kıymetlerin alış ve satış işlemlerine ilişkin maliyetler sıfırdır. Ayrıca muamele, gelir, değer yükselmesi gibi hususlar üzerinden alınan verginin olmadığı varsayılmıştır.<sup>68</sup>

Finansal varlıkları fiyatlama modelinin temel öğeleri; “beta katsayısı, pazar portföyü, teğet portföy, risksiz faiz oranı, finansal varlık pazar doğrusu ve hisse senedi karakteristik doğrusu” şeklindedir.<sup>69</sup>

## 1.6. ARBİTRAJ FİYATLAMA MODELİ

Arbitraj, farklı pazar içersinde aynı olan varlıkların farklı fiyatlanması gibi bir durumda, ucuz olan pazar içersinden menkul kıymetin satın alınıp, pahalı durumdaki pazar içersinde menkul kıymetin satılması işlemi olarak ifade edilmektedir. İşleyen bir pazar içersinde, aynı olan menkul kıymetlerin tek bir fiyatının olması beklenir. Gerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli gerek Arbitraj Fiyatlama Modeli, pazar içersinde kısa vadede ortaya çıkacak olan arbitraj durumunu, yatırımcılar tarafından kısa sürede fırsata çevrileceğini ve pazarın yeniden dengeye ulaşacağını savunmaktadır. Bu durum tek fiyat yasası olarak bilinmektedir.<sup>70</sup>

Finansal varlıkları fiyatlama modeli, yatırımcıların yatırım kararlarını gerçekleştirirken seçecek oldukları portföy tercihlerini optimal olandan yana kullanırken, portföylerin risk ve getiri unsurlarını göz önünde bulundurarak minimum risk seviyesinde maksimum getiriyi sağlayan portföyü tercih ettikleri varsayımını temel almaktadır. Varsayımın gerçekleşme olasılığı olmayabilir ve ayrıca portföy seçiminde yatırımcıdan yatırımcıya esas alınan risk ve getiri kavramları farklılık içerebilir. Örnek vermek gerekirse; portföyden elde edilecek

<sup>68</sup> Ceylan Ve Korkmaz, a.g.e., s.472-473.

<sup>69</sup> İhsan Kulalı, ‘Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli Ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı’, *Selçuk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi* S.31, 2016, s.280

<sup>70</sup> Mehmet Cihangir ve Tuğrul Kandemir, ‘Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma’, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.15, S.1, 2010, s.260

getiri, portföy içerisinde yer alan finansal varlıkların vergi öncesi veya sonrası kazandırdıkları getirisine göre hesaplandığı durumlarda farklı rakamlar ortaya çıkabileceği gibi durumlardan bahsedilmektedir.<sup>71</sup>

Arbitraj fiyatlama modeli, finansal varlıkları fiyatlama modeline yapılan eleştiriler üzerine 1970 yılında ortaya çıkarılmış ve 1976 yılında Stephen Ross tarafından formüle edilmiştir. Finansal varlıkları fiyatlama modeli, varlığın getirisinin sadece pazar portföyünün getiri durumu ile ilgili olduğunu söylerken, Ross'un geliştirmiş olduğu bu model, birden fazla faktöre (enflasyon değişimleri, faiz oranı farklılaşması, endüstri üretimindeki değişimler, vb.) bağlı olduğunu belirtmiştir. Arbitraj fiyatlama modelinde hisse senetlerinin tek tek olan getirilerini, bütün hisse senetleri için birden fazla risk ögesinin fonksiyonu olarak belirtilmiştir.<sup>72</sup>

Arbitraj fiyatlama modeli yatırımcılar ve portföy yöneticileri tarafından ekonomik temellere dayandırılarak kullanılan bir modeldir. Model faiz oranı riski, satın alma gücü riski, ödenmeme riski, yönetim riski ve varlıkların değerlendirilmesi hususunda olabilecek risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasının bir risk ve getiri ilişkisidir. Arbitraj fiyatlama modeli, risk unsurunun bir varlığın bugünkü değerini tespit etme konusunda uygun getiri oranının ne şekilde belirleneceğini gösteren bir modeldir.<sup>73</sup>

Arbitraj olanaklarının temel özelliklerini şunlardır;<sup>74</sup>

- Arbitrajcı, arbitraj uygulamak için yatırımını gerçekleştirmez. Alışveriş aynı anda gerçekleşmiş olur. Başka bir ifade ile arbitrajcı, “sıfır yatırım portföyü” oluşturmakta, portföyü hazırlarken başka bir fona ihtiyacı bulunmamaktadır. Yatırımcı elinde bulundurmuş olduğu hisse senetlerini satarak yenilerini alabilecektir.
- Arbitrajcı herhangi bir risk içerisinde değildir. Bu nedenle arbitrajcı, spekülâtorlerden ayrı tutulmalıdır.

<sup>71</sup> Akmut, a.g.e., s.174.

<sup>72</sup> Stephan A. Ross, ‘The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing’ *Journal of Economic Theory*, 1976, Vol. 13, pp. 346-347.

<sup>73</sup> Hakan Güçlü, “Arbitraj Fiyatlama Modeli”, İstanbul, 2006, s. 2 -18.12.2018 tarihinde

Web:[http://www.hakanguclu.com/calismalar/Arbitraj\\_Fiyatlama\\_Modeli.pdf](http://www.hakanguclu.com/calismalar/Arbitraj_Fiyatlama_Modeli.pdf) adresinden alınmıştır

<sup>74</sup> İbrahim Özer Ertuna, *Yatırım ve Portföy Analizi*, Boğaziçi Üniversitesi Yayını, İstanbul, 1991, s.148.

- Arbitrajcı parasal yönden riske girmediğinden dolayı işlemlerini ne kadar büyük yaparsa kar oranı da o kadar fazla olacaktır. Bu sebeple arbitraj işlemlerinin büyük olma eğilimi söz konusudur. Piyasa içersinde arbitraj oluşturacak bir durum gerçekleştiği anda piyasa hemen dengeye oturur. Diğer modellerde ise böyle bir durum oluşsa bile pek çok kişi aynı anda hareket ederek ancak piyasayı dengeli hale getirebilmektedir.

Arbitraj fiyatlama modeli, arbitraj ile birlikte hisse senetleri fiyatlarının, risk ve paranın bugünkü değeri ile tek fiyat şeklinde gerçekleşeceğini öne sürerken, menkul kıymet getirilerinin ise birbirinden bağımsız makro ekonomik faktörler ve şirketin kendinden kaynaklanan faktörlerden etkilendiğini varsaymaktadır. Makro ekonomik durumun meydana gelmesi, beklenti dışı sapmalar ve duyarlılık katsayıları menkul kıymet getirilerini değiştirmektedir.<sup>75</sup>

Arbitraj fiyatlama modelinin temelde üç varsayımı bulunmaktadır. Bunlar;<sup>76</sup>

- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulu geçerlidir.
- Yatırımcılar her daim az ve çok getiri arasından aynı risk düzeyinde çok getiriye tercih ederler.
- Hisse senetlerinin getiri durumları ile ilgili bilinmeyen sayıda faktör vardır. Bu faktörler nelerdir bilinmese de, bu faktörleri menkul kıymet getirileri ile doğrusal bir ilişki bulunmaktadır.

## 1.7. ANOMALİLER

Kavram olarak anomali literatürde; teoriye uymayan realite veya gözlem şeklinde tanımlanmaktadır. Gözlemele sonucuna bağlı bir bulguyu teorik bir mantık içersinde inceleme imkanı zor veya ulaşılan bulguyu açıklamak, ancak makul görülmeyen varsayımları kabullenmekle mümkün kılınıyorsa, bu bulgu anomali olarak değerlendirilir. Bu nedenle anomali kavramı olağandışı davranış veya genel kabul görülmeyen davranış olarak ifade edilmektedir.<sup>77</sup>

Etkin piyasalar hipotezi yıllar boyunca araştırmacıların çalışmalarına konu olmuştur. Bu hipotezi inceleyen araştırmacılar, hipotez ile uyuşmayan neticelere

<sup>75</sup> Cihangir ve Kandemir, a.g.e., s.262.

<sup>76</sup> Ross, a.g.e., s.348.

<sup>77</sup> Tahsin Özmen, *Dünya Borsalarında Gözlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme*, SPK Yayınları, İstanbul, 1997, s.11.



ulaşmışlardır. Araştırmacılar, hisse senetlerinden elde edilen getirilere etkide bulunan yatırımcı davranışlarına ulaşmak için çalışmışlar, gözlemlerini davranışsal finans açısından değerlendirmişler, piyasa içersindeki yatırımcıların psikolojik etkiler nedeniyle rasyonel olmayan davranışlar sergilediklerini, bunun neticesinde piyasalarda anormal fiyat oluşumlarının gerçekleştiği kanısına varmışlar ve bu anormal hareketlere de “anomali” adını vermişlerdir.<sup>78</sup>

Sermaye piyasaları içersinde görülen bir çok anomali türü mevcuttur. Ancak genel itibari ile piyasa içersinde görülen anomali türleri şu şekilde sınıflandırılabilir;<sup>79</sup>

- Dönemsel Anomaliler,
- Kesitsel Anomaliler,
- Fiyat Anomalileri.

### 1.7.1. Dönemsel Anomaliler

Dönemsel anomaliler, hisse senetlerinin getirilerinin çeşitli zaman dilimlerinde diğer zaman dilimlerine göre davranışsal açıdan bakıldığında farklılıklar sergilediğini belirtmektedir. Bu anomali türünde literatürde birçok çalışma gerçekleşmiştir. Bu gerçekleşen çalışmalardan bazıları; gün içi, hafta, ay içi, ocak ayı ve tatil anomalisi olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>80</sup> Bu dönemsel anomali türleri araştırmacılar tarafından üzerinde en çok durulan konulardan olmuş, dünya ve ülkemizin sermaye piyasalarında bunlar ile ilgili birçok araştırma yapılmış, bu çalışmaların birçoğunda da anomalilerin varlığı tespit edilmiştir.

#### 1.7.1.1. Gün İçi Anomalisi

Gün içi anomalisi, günün belli zaman dilimlerinde veya saatlerinde sistematik açıdan bakıldığında gün içersinde diğer zamanlara göre daha yüksek veya daha düşük getiriler elde edilmesi durumudur. Gün içi etkisinde temel olarak dikkat edilmesi gereken konu süre açısından; seans, saat, dakika olmalıdır. Gün içi anomalisi ile ilgili araştırmacılar tarafından birçok çalışma yapılmış ve yapılan bu çalışmaların

<sup>78</sup> Çiğdem Özarı ve Kemal Kağan Turan, ‘Vadeli İşlem Piyasalarında Haftanın Günü Ve Ocak Ayı Etkisi: Karşılaştırmalı Analiz (Viob And Bist)’, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C. 9, S.42, 2016, s.1605.

<sup>79</sup> Muammer Erdoğan ve Bekir Elmas, ‘Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma’, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.14, S.2 2010 s.2.

<sup>80</sup> Erhan Demireli, ‘Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma’, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C.8, S.1, 2008, s.225.

sonucunda genel itibari ile seans başı ve seans sonlarında en fazla getirinin elde edildiğine dair tespitlerde bulunmuşlardır. Gün içi etkisinde Pazartesi günlerinde ise seans başlarının negatif getiri sağlandığı araştırmacılar tarafından tespit edildiğine dair dikkat çekilmiştir.<sup>81</sup>

### **1.7.1.2.Haftanın Günü Anomalisi**

Haftanın belirli günlerinde diğer günlere göre hisse senedi getirilerinin olumlu veya olumsuz olarak değişiklik gösterdiğini ifade eden bu anomali, bazı yerlerde karşımıza Pazartesi etkisi, haftanın günü etkisi yada hafta sonu etkisi anomalisi olarak gelmektedir. Bu anomali türünün geçerli olduğu varsayılan bir piyasada genellikle hisse senedinin getirilerinin haftanın ilk işlem günü olan Pazartesi günlerinde düşük fiyatlandığını, haftanın son günü olan Cuma günleri ise bir önceki işlem gününe göre daha yüksek olduğu görülmektedir.<sup>82</sup>

### **1.7.1.3.Ay İçi ve Dönümü Anomalisi**

Ay içi etkisi, hisse senedi getirilerinin ayın ilk 15 günlük diliminin yüksek oranda pozitif yönlü hareket ettiği, ayın ikinci 15 günlük diliminin ise ilk 15 günlük diliminin getiri oranına göre negatif yönlü hareket ettiği şeklinde ifade edilmektedir. Ay dönümü anomalisi ise, bir ayın son günleri ile bir sonraki ayın ilk günleri arasında elde edilen getirilerin yüksek oranlı olmasını ifade etmektedir. Lakonishok ve Smidt (1988), yapmış olduğu çalışmalarda New York borsası üzerinde yapılan 90 yıllık bir süreyi kapsayan çalışma neticesinde bir ayın son işlem günü ile ertesi ayın ilk üç günü getirilerinden oluşan ortalamaların tüm günleri oluşturduğu getiri ortalamasından yaklaşık olarak 7 kat fazla olduğu neticesine ulaşılmıştır.<sup>83</sup>

### **1.7.1.4.Ocak Ayı Anomalisi**

Piyasalar için en fazla tartışma konusu olan anomalilerinden biri Ocak ayı etkisidir. Genel olarak ortaya çıkan çalışmalarda, Ocak ayının birinci ve ikinci haftasında ortaya çıkan farklılıkların daha belirgin bir şekilde gerçekleştiği görülmektedir. Araştırmalar sonucunda Ocak ayı içerisinde hisse senetlerinde elde

<sup>81</sup>Yusuf Karaca, *Davranışsal Finans Yaklaşımı Ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2015, s.22-23.

<sup>82</sup>Nuray Ergül, Veli Akel ve Sezai Dumanoğlu, "Haftanın Günü Etkisi İMKB İkinci Ulusal Pazar'da Geçerli Midir?", *Maliye Ve Finans Yazıları Dergisi*, C.1, S.82, 2009, s.3.

<sup>83</sup> Ahmet Kamil Tunçel, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Yılın Ayı Etkisi', *Yönetim Bilimleri Dergisi*, C. 10, S. 19, 2012, s.9.

edilen getirilerin ortalama olarak diğ er aylara göre daha fazla olduğunu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca küçük sermayeli ve piyasa değ eri düşük olan şirketlerin hisse senetlerinde gerçekleş en getirilerin daha fazla olduğu belirtilmektedir.<sup>84</sup>

#### **1.7.1.5. Tatil Anomalisi ve Diğ er Anomaliler**

Araştırmacılar borsanın kapalı olduğu dönemler olan resmi ve dini tatillerin verildiğ i dönemlerde tatil öncesi ve sonrası araştırmalarını gerçekleştirdiğ i ve bu araştırmalar sonucunda istatistiksel olarak anlamlı hareketler gerçekleştirdiğ ini tespit etmişlerdir. Bu sebepten dolayı araştırmacılar tarafından bu durumları tatil anomalisi olarak adlandırmışlardır. Diğ er Anomaliler üzerinde literatürde çalışılan zamana dayalı birçok anomali türü bulunmaktadır. Bunlardan bazıları; 13. Cuma gibi belli günler üzerinde yapılan çalışmalar olmakla birlikte, mevsimsel, hava durumları vb. anomaliler, zamana dayalı finansal varlıkların değ erlerinde herhangi olağ andışı hareketlerin gerçekleş ip gerçekleşmediğ ine dair incelemelerde bulunan anomali türleridir.<sup>85</sup>

#### **1.7.2. Kesitsel Anomaliler**

Kesitsel anomaliler, firmaların finansal durumlarının incelenmesi ve sektörün kendi içersindeki finansal ortalamaları göz önüne alınarak firmaların piyasanın üzerinde veya altında yer alıp almadığı ile ilgili belli bir zaman diliminde piyasaya aykırı davranışların gerçekleş ip gerçekleşmediğ inin incelendiğ i anomali türleridir.<sup>86</sup> Kesitsel anomalilerden araştırmacılar tarafından sıkça üzerinde çalışılanlardan bazıları Fiyat/Kazanç Oranı, Piyasa Değ eri/Defter Değ eri Oranı, Fiyat/Satış Oranı, İhmal Edilmiş Hisse Senedi ve Firma Büyüklüğü Anomalisi olarak karşımıza çıkmaktadır.

##### **1.7.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Etkisi**

Hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının, hisse senedinden elde edilen kazanca yani karına bölünmesi sonucunda Fiyat/Kazanç Oranına ulaşılır. Bunun anlamı piyasadaki bir yatırımcının elde etmek istediğ i bir birimlik kazanç için ne

<sup>84</sup>Tülin Atakan, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi Ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri İle Test Edilmesi', *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, C.37, S.2, 2008, s.100.

<sup>85</sup> Murat Kıyılar ve Cem Karakaş, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme', *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, C. 16, S.52, 2005 s.21.

<sup>86</sup> Demireli, a.g.e., s.225.

kadar ödeme yapması gerektiğini, farklı bir ifade ile hisse senedine yatırılan bedelin hisse başına elde edilecek getirinin kaç katı olduğunu ifade etmektedir. Fiyat/Kazanç Oranı yatırımcılar, aracı kurumlar ve analistler vb. tarafından en çok tercih edilen yöntemlerden biri olmasının yanından ortaya çıkacak oranın ise düşük olması istenmektedir. Fiyat/Kazanç oranının tercih edilmesinin sebeplerinin başında hesaplanmasının kolay ve anlaşılabilir olması gelmektedir.<sup>87</sup>

### 1.7.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Etkisi

Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı; bir firmanın hisse senedi fiyatının, hisse senedi başına düşecek olan öz sermaye miktarına bölünmesi ile elde edilmektedir. Ortaya çıkacak olan bu oranın etkisi ise; Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı düşük olacak olan firmanın hisse senetlerinin getirisinin Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı yüksek olan firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisinden daha yüksek olacağını belirtmektedir.<sup>88</sup>

### 1.7.2.3. Fiyat /Satış Oranı Etkisi

Fiyat / Satış oranına ulaşılabilmek için firmanın hisse senedi fiyatının son 12 aylık hisse başına net satış değerine bölünmesi sonucunda ulaşılmaktadır. Bu oran, firmanın piyasada oluşan değerinin, firmanın iş hacminin kaç katı olduğu sonucuna ulaşılmasına yardımcı olur. Bu anomali türü; Fiyat/Satış oranı, düşük olan hisse senetlerinin yüksek orana sahip olan hisse senetlerinden beklenen getirene göre daha iyi olduğunu göstermektedir. Fiyat/satış ve Fiyat/kazanç oranları etkisi birbirleri ile benzerlik gösterse de düşük Fiyat/Satış oranı, düşük Fiyat/Kazanç oranına tercih edilmektedir.<sup>89</sup>

Fiyat/satış oranının, Fiyat/kazanç oranı ile birbirlerine benzerlik göstermesine karşın Fiyat/satış oranının neden tercih edilmesine ilişkin iki unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlar;<sup>90</sup>

- Muhasebe uygulamalarının etkisi söz konusudur. Satışlar, kazançlara göre daha az etkilenir ve daha kolay tahmin edilebilmektedir,

<sup>87</sup>Başaran Öztürk, 'Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB'de Ampirik Bir Uygulama', *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S.23, 2007, s.276.

<sup>88</sup> Erdoğan ve Elmas, a.g.e., s.6.

<sup>89</sup> Karaca, a.g.e., s.17.

<sup>90</sup> Karan, a.g.e., s.288.

- Firmanın zarar etmesi gibi bir durum meydana gelmesi durumunda fiyat/satış oranı anlamlılığını devam ettirebilirken, fiyat/kazanç oranının negatif bir değer alması durumunda yorum yapılabilmesi güç bir hale gelmektedir.

#### 1.7.2.4. İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi

Bu anomali ile ilgili literatürde çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Uzmanların ve yatırımcıların, daha az tavsiyelerde bulunarak ihmal ettikleri hisse senetlerinin, çok fazla tavsiyede bulunulan hisse senetlerine göre performans olarak daha iyi sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir. Bu etkiye; ihmal edilmiş hisse senedi etkisi adı verilmiştir. Bu konuda yapılmış bazı çalışmalarda ihmal edilmiş hisse senetleri ile popüler hisse senetlerine gerçekleştirilen yatırımlar incelenmiş, sonuç olarak ihmal edilmiş hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladıkları tespit edilmiştir.<sup>91</sup>

#### 1.7.2.5. Firma Büyüklüğü Etkisi

Finans literatüründe bilinen adı ile piyasa değeri kavramı firma büyüklüğü olarak da bilinmektedir. Bu husustan dolayı bir firmanın küçük olarak sınıflandırılması için firmanın hisse miktarı, hisse değeri veya her ikisinin aynı anda düşük olması gerekmektedir.<sup>92</sup> Buradan yola çıkarak Firma Büyüklüğü Etkisi; bir firmanın hisselerinden elde edilen getiri ile bu hisse senedinin piyasa değeri arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Başka bir ifade ile piyasa içersindeki küçük olan işletmelerin büyük olan işletmelere göre hisse senetleri getirilerinin daha yüksek olması şeklinde ifade edilmektedir.<sup>93</sup>

#### 1.7.2.6. Diğer Kesitsel Anomaliler

Yukarıda bahsi geçen kesitsel anomalilerin dışında Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Etkisi; firmaların hisse fiyatlarının düşmesi sebebi daha çok getiri sağlanacağı düşüncesidir. İş Döngüsü Etkisi; iş dünyasındaki bir canlanma durumunda piyasada da bir canlanmanın olacağını ve normalüstü gelir elde edileceği kanısıdır. Hisse Bölünmesi Ve İlk Halka Arz Etkisi; bu anomali türü firmaların toplam değerlerinde bir düşüş görülmeden, finans literatürdeki adıyla hisselerini sulandırma işlemi gibi

<sup>91</sup>Mehmet Baha Karan, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri', *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C.1, S.2, 2001, s.86-87.

<sup>92</sup>Tuna Taner ve Koray Kayalidere, '1995- 2000 Döneminde İMKB'de Anomali Araştırması', *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, C.9, S.1-2, 2002, s.8.

<sup>93</sup>Emir Otluoğlu, *Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İmkb'de Bir Uygulama*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009, s.9.

durumların ucuzlayan hisseye talebin artması nedeni ile yatırımcıların normal üstü kazanç sağlayabileceği şeklinde ifade edilmektedir.<sup>94</sup>

### 1.7.3. Fiyat Anomalileri

Hisse senetlerinin fiyatların belli bir dönemde farklı bir şekilde kar veya zarar durumu oluşturabilir. Araştırmacıların menkul kıymet getirileri üzerine çalışmalarının sonucunda, menkul kıymetlerin bilgilerinin kamuya rasyonel bir şekilde aktarılması konusunda geleneksel görüşün tersine durumların içinde olduğu savunulmuştur. Ortaya çıkan bu durum neticesinde yaygın olarak meydana gelen anomaliler şu şekilde sıralanabilir;<sup>95</sup>

- Finansal varlık üzerinde oluşan fiyat değişimlerinin, nakit akışında oluşan değişimlerden daha yüksek görülmesi,
- Firma ile ilgili haberlerin kamuya yayıldığı gündeki fiyatın ilerleyen günlerde trende dönüşmesi,
- Firmanın kar ettiğini açıklamasını durumunda bu kar ile aynı yönde trendin ortaya çıkması üzerine oluşan trendin uzun dönemde tersi hareket etmesi,
- Kısa dönemli momentum oluşması (piyasadaki bir veya daha fazla hisse senedine kısa vadeli pozitif otokorelasyon meydana gelmesi),
- Uzun dönemli trend dönüşümleri (hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinde oluşan otokorelasyonun negatif olarak meydana gelmesi).

Maddelerde belirtildiği üzere piyasa içersinde bir bilginin oluşması durumda yatırımcılar düşük veya aşırı reaksiyon verebilirler. Ancak verdikleri tepki kısa sürede tersine dönmektedir. Yatırımcılardan rasyonel tutum gösterenler bu durumu normale çevireceklerdir. Bu durum ile yatırımcılar herhangi bir risk almadan yatırımlarının ters yönlü gerçekleştirerek “kaybedilenleri satın al, kazanılanları sat” stratejisi uygulayarak yüksek getiri elde edebilirler.<sup>96</sup>

#### 1.7.3.1.Eksik–Yetersiz Reaksiyon

Bu reaksiyon türü ile ilgili ulaşılan bulgularda, hisse senetlerinin oluşan fiyatları ile ilgili bir takım bilgi ve haberlere yatırımcılar tarafından, 1-12 aylık

<sup>94</sup> Karaca, a.g.e., s.20-22.

<sup>95</sup> Kent D. Daniel vd., ‘Investor Psychology And Security Market Under- And Overreactions’, *The Journal Of Finance*, Vol.53, Iss.6, 1998, s.1839-1840.

<sup>96</sup> Erdoğan ve Elmas, a.g.e., s.8.

dönemlerde eksik veya yetersiz ilgi gösterildiğini ifade etmektedir. Bu durumla birlikte taze bilgi ve haberler hisse senedinin fiyatlarına yavaşça olumlu bir etki yaratır ve bir otokorelasyon oluşturur. Bu durum da eksik veya yetersiz reaksiyon olarak tanımlanmaktadır.<sup>97</sup>

### **1.7.3.2.Aşırı Tepki Reaksiyonu**

Aşırı tepki reaksiyonu ise, 3 veya 5 yıl gibi bir sürede hisse senetlerinin fiyatlarında oluşan aynı türdeki bilgi ve haberlere aynı doğrultuda aşırı bir şekilde ilgilenilmesi sonucunda aşırı tepkiyi ortaya çıkarmaktadır. Böyle bir durumda Aşırı tepkinin oluşması, uzun vadede iyi ve güzel haberlere ait olan hisse senetlerinin fazla değerlendirilmesine sebep olur ve ilerleyen yıllarda ise hissenin ortalama kazancının azalmasına neden olur. Bu durum aşırı tepki reaksiyonu olarak bilmektedir.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> Nicholas Barberis vd., 'A Model of Investor Sentiment', *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998, s. 307-308.

<sup>98</sup> Barberis, a.g.e., s.308.

## 2.BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİ, MODELLERİ VE YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

İlk bölümde de bahsedildiği gibi geleneksel finans, yatırımcıların karar alma aşamasında piyasadaki olaylardan haberdar olduklarını ayrıca rasyonel davrandıklarını varsayarak teoriler ortaya çıkarmıştır. Ancak yapılan çalışmalar yatırımcıların tamamen rasyonel davranış sergilemediğini ortaya çıkarmıştır. Bu durumda piyasada oluşan boşluklar davranışsal finans teori ve hipotezleri ile doldurulmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde davranışsal finans hakkında bilgi verilip davranışsal finans bağlamında oluşturulan teori ve hipotezler açıklanacaktır.

#### 2.1.DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI

İktisat biliminin basitleştirici insan davranışları varsayımı, geçmişten günümüze kadar süregelen zaman dilimi içerisinde karar alma konusunda etkin rol oynayan farklı inançların, motivasyonların ve eğilimlerin gerçekleştirilecek yatırımlar ile ilgili kararların iyi veya kötü yönlü etkilerinin hiçe sayılmasına neden olmuştur.<sup>99</sup>

Geleneksel finans teori, modelleri ve hipotezleri ile ilgili bazı bilgileri aktarırken, yatırımcıların rasyonel davrandıkları kabul edilerek yola çıkılmış ve geliştirilmiştir. İnsanların her zaman en yüksek faydayı hedeflemesi, piyasaların ise her zaman etkin olduğuna vurgu yapan geleneksel finans yaklaşımı, bir süre sonra insanların rasyonelliğini, piyasaların ise etkinliğini ifade etmede yetersiz kalmaya başlamıştır. Bu durumun en önemli sebeplerinden biri önceki bölümde anlatmış olduğumuz anomalilerdir. İşte bu anomalilerden kaynaklanan düzen dışı hareketleri ifade etmede güçlük çeken geleneksel yaklaşım, davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.<sup>100</sup>

Davranışsal finans yaklaşımı, insanların alacak oldukları kararların sosyal, bilişsel ve duygusal önyargılardan ne şekilde etkilendiğini kanıtlamaya

<sup>99</sup> Sefil ve Çilingiroğlu, a.g.e., s.252.

<sup>100</sup> Fatih B. Gümüş vd., 'Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik Ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye Ve Azerbaycan Uygulaması', *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. 4, S.6 2013, s. 71-94.



çalışmaktadır. Psikoloji ve sosyoloji gibi bilim dalları ise insan davranışları ile ilgili çalışmaları gerçekleştirmesinden dolayı, davranışsal finans yatırımcıların verecek oldukları yatırım kararlarını araştırma konusunda bu bilim dallarından yardım alarak çalışmalarını gerçekleştirmiş ve ortaya çıkan sonuçları ise açıklamaya çalışmıştır.<sup>101</sup>

## 2.2.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

Davranışsal finans ve geleneksel finans arasında bir takım farklar mevcuttur. Bunlardan ilki metodoloji farklılığıdır. Geleneksel finans yönteminde öncelikle bir teori ortaya konulur ve bu teori üzerinden gerçekleştirilen ampirik çalışmalar sonucunda modelin geçerli olup olmadığı doğrulanmaya çalışır. Davranışsal finasta ise öncelikle piyasa içerisindeki davranışlar incelenir, sonrasında da elde edilen inceleme neticesine göre davranışların açıklandığı bir model ortaya konmaya çalışılır.<sup>102</sup> Bu nedenle davranışsal finansın oluşturduğu metodoloji, geleneksel finans yaklaşımına göre farklılık göstermektedir. Ayrıca davranışsal finans, iktisadi bireyin irrasyonel olarak gerçekleştirmiş olduğu davranış sapmalarından kaynaklanan anomalileri, modellerin içerisinde bulundurarak insan davranışlarını karakterize eden değişkenleri kullanmaktadır.<sup>103</sup>

Davranışsal finans, finansal piyasa içerisindeki yatırımcı davranışlarının etkisini incelemektedir. Geleneksel yaklaşımda belirtilen yatırımcıların rasyonel davranış özelliğinin her durumda geçerli olmadığını öne çıkaran ampirik çalışmaların bir hayli fazlalaşması nedeni ile varlıkların fiyatlanmasında yeni modellere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle davranışsal finans, yatırımcı kararlarının biçimlenmesi ve yatırımcıların yatırım kararlarında finansal etmenlerin yanında kişisel etmenlerin etkisi olduğu yönünde açıklamalarda bulunmaktadır.<sup>104</sup>

Davranışsal finansı ortaya çıkaran asıl neden, insanların her durum ve zamanda rasyonel davranış(mamaları ve bu nedenle Etkin Piyasalar hipotezinin ve Beklenen Fayda teorisinin geçerliliğini yitirmesinden kaynaklanmaktadır. Piyasada birçok anomali durum yaşanması ve bununla birlikte irrasyonel yatırımcıların

<sup>101</sup>Ayhan Küçük, 'Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği', *Akademik Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi*, C.6, S.11, 2014, s.105

<sup>102</sup>Bostancı, a.g.e., s.9.

<sup>103</sup>Sefil ve Çilingiroğlu, a.g.e., s.253.

<sup>104</sup>Erdinç Altay, 'Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının İncelenmesi', *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, C.2, S.1, 2008, s.28.

ellerinde bulunan fonları kaybetmesi ve piyasa içersinde doğal seleksiyonlar meydana gelmesi gibi durumlar olmasına rağmen, piyasadaki yatırımcıların hala rasyonel tutum sergilediği yaklaşımdan bahsedilmektedir. Burada rasyonellik iki etmene dayanmaktadır. Bunlar; bireysel yatırımcıların akılcı davranması ve fırsat avcılığı şansının bulunmasıdır.<sup>105</sup>

Yatırımcılarla yapılan araştırmalar neticesinde, yatırımlarını rasyonel kararlar olarak faydalarını maksimum seviyede elde etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten uzak durmak istemelerine rağmen bu isteklerini reel yaşantılarında hayata geçiremedikleri gözlemlenmiştir. Bunun nedeni olarak bilişsel kusurlar ifade edilmiştir. Bireysel yatırımcılar bu şekildeki bilişsel kusurlar ve psikolojik önyargılar neticesinde, kazanç elde ettikleri hisseleri korumaları gerekirken elden çıkardıkları, zarar ettiği hisseleri ise elde tutmaya devam ettikleri, sürü davranışı uyguladıkları, yapacakları yatırımlarda aşına oldukları hisselerle yöneldikleri görülmüştür. Bunlar ile birlikte yatırım yapacakları finansal araç ile duygusal bağ kurdukları, yaptıkları yatırımlar ile ilgili kendilerine olması gerekenden daha aşırı güvendikleri ve bunun sonucunda çok fazla zararına işlem yaptıkları, ayrıca kendileri ile aynı görüşteki fikirleri benimseyip, farklı düşünceleri reddetme eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Yani yatırımcıların yatırım kararları rasyonellikten bir hayli uzak kalmaya başlamış, bireyin sezgisel ve duygusal bir şekilde hareket ettiği bir tercih durumu ortaya çıkmıştır.<sup>106</sup>

### **2.3.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMININ ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHSEL GELİŞİMİ**

Yatırımcılar geçmişten günümüze rasyonellikten uzak davranışlar sergilemiştir. Bu durumun en önemli ve kayıtlara geçmiş en eski örneklerinden biri 17. Yüzyılda ortaya çıkan “Lale Çılgınlığı” olarak bilinmektedir. Avrupa’da henüz lale bilinmezken Kanuni Sultan Süleyman tarafından 1562 yılında Hollanda kralına verilen bir sandık lale soğanı ile Hollanda lale ile tanışmış olur. Daha sonrasında Hollanda’da lale soğanına sahip olmanın elitlik sembolü olarak görülmeye başlanması üzerine insanlar ellerindeki varlıkları satarak lale soğanları satın almaya başlar ve bu durum lale soğanlarının fiyatının artmasına neden olur. Bu duruma

<sup>105</sup> Patel Jayendu vd., ‘The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets’, The American Economic Review, Vol:81, Iss.2, 1991, s.232-236.

<sup>106</sup> Döm, a.g.e., s. 19.

karşın insanlar lale soğanı almayı azaltmak yerine, henüz toplanmamış laleler için sözleşmeler imzalamaya başlamışlardır. Lale soğanının fiyatında oluşan artış öyle devam etmiştir ki 1637 yılında bir lale soğanı fiyatı Amsterdam’da bir burjuva evi alacak kadar yükselmiş, aynı yıl lale çılgınlığının sonu olmuş ve Hollanda ekonomisi bir anda bunalıma girmiştir.<sup>107</sup>

İnsan psikolojisine yer vermeyen klasik iktisat teorisi, insanın ekonomik güdüler içerisinde hareket ettiğini ve bununla birlikte tamamen rasyonel olduğunu varsaymaktadır. Fakat Adam Smith 1759 yılında orta çıkardığı “Ahlaki Duygular Kuramı” isimli kitabında davranışsal finansın içerisinde barındırdığı konulardan bazılarına değinmiştir. Bunun yanında McKay’in 1841 yılında yayımlanan “Sıradışı Popüler Oyunlar ve Kalabalık Çılgınlığı (Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds)” isimli kitabında ise çeşitli paniklerin ve entrikaların kronolojik zamanlamasından söz edilirken, bununla beraber ticari hileler ve kitle davranışlarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri anlatılmaktadır.<sup>108</sup>

Hisse senedi piyasalarına psikoloji disiplininin ilk kez uyarlanması Selden (1912) tarafından “Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi (Psychology of the Stock Market)” isimli yayımlanan kitabı ile olmuştur.<sup>109</sup> Ekonomide psikolojinin reddedilmesi, dolayısıyla finansta da reddedilmesi anlamına geldiği için, bilimsel olarak gerçekleştirilen çalışmalarda, insan doğasını homo-economicus olarak kabul edildiği neoklasik devrime geçilmiştir. Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi isimlerin gerçekleştirmiş olduğu çalışmalarla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, 20. Yüzyılın ikinci yarısına gelinceye kadar beklenen itibarı kazanamamıştır.<sup>110</sup>

Davranışçılık yaklaşımı, 1913 yılında John D. Watson tarafından psikolojiye kazandırılmıştır. Psikolojiye dahil edilen bu yaklaşım; davranışları belirleyen etmenlerin içsel eğilimlerden değil, dış çevreden kaynaklandığı kanısını ileri

<sup>107</sup>İsmail Mazgit, ‘Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü’, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, S.10, 2007 s.9.

<sup>108</sup> Yasemin Ertan, *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 2007, s. 20.

<sup>109</sup> Ateş, a.g.e., s.47

<sup>110</sup> Giuseppe Cornicello, *Behavioral Finance and Speculative Bubble*, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano, Yüksek Lisans Tezi (E.T.), 2003-2004, s.24.

sürmektedir.<sup>111</sup> Davranışsal finansın temellerinin eskiye dayandığını söylemek mümkündür. Adam Smith'in 1759 yılındaki "Ahlaki Düşünce Sistemi" isimli eserinde bireylerin iyi bir durumdayken kötü duruma doğru geçtiklerinde pişmanlık ve acı hissettiklerini, tekrardan iyi bir duruma doğru geçildiğinde ise mutlu olduklarını vurgulaması, davranışsal finansın "riskten kaçınma" ve "zarardan kaçınma" kavramlarının ilk kez tanımlanması şeklinde anlamlandırılmıştır.<sup>112</sup>

Davranışsal finansın tam olarak kabul edilmesi Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında "Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi" (Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk) adlı eserlerinin *Econometrica* isimli dergide yayımlanması olarak kabul edilmektedir. Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisi davranışsal finansın temellerini oluştururken, ortaya çıkarılan teoride ise yatırımcıların elde edilen kazançlara ve/veya kayıplara farklı olasılık ve ağırlık verdiklerini belirtilmiştir. Bu nedenle teoride kayıplara, kazançlara göre daha fazla önem gösterilmiştir. Bu teori geleneksel finans teorilerine temel teşkil eden Beklenen Fayda Teorisine göre farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların en başında ise risk etmeninde "beklenen risk" durumundan çıkılıp "algılanan risk" durumuna geçilmesidir.<sup>113</sup> Bu teoriye ilerleyen bölümlerde detaylı olarak değinilecektir.

Kahneman'ın öncülüğünde gerçekleştirilen çalışmalara kadar, insan davranışları ile alakalı çalışmaların ekonomi alanında sınırlılık gösterdiği ve psikoloji biliminin bu çalışmaların bulgularıyla daha alakalı olduğu ifade edilebilir. Bu çalışmalara örnek olarak Allais (1950) ve Simon (1956), birbirinden bağımsız şekilde belirsizlik altında bilgi kullanımı, karar verme sürecinde davranışsal ve psikolojik etmenleri incelemek amacıyla araştırmalarda bulunmuşlardır.<sup>114</sup>

Etkin Piyasalar Hipotezinin eleştirisi almaya başlaması neticesinde bilim ve ekonomi alanı insani etmenleri anlamaya yönelik araştırma ve çalışmalara önem vermeye başlanmıştır. Kahneman'ın 1970'li yıllarda insan davranışları, sezgileri ve karar alma süreçleri ile ilgili gerçekleştirmiş olduğu çalışmalar, yeni arayışlar içerisinde bulunan finans ve ekonomi alanındaki araştırmacıların ilgisini kısa sürede

<sup>111</sup> Kent D. Daniel vd., 'Overconfidence, Arbitrage, And Equilibrium Asset Pricing', *The Journal Of Finance*, Vol.56, Iss..3, 2001 s.921.

<sup>112</sup> Cornicello, a.g.e., s.23.

<sup>113</sup> Daniel Kahneman ve Amos Tversky, 'Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk' *Econometrica*, Vol.47, Iss.2, 1979, s.280

<sup>114</sup> Büyükaslan, a.g.e., s.28-29.

çekmiştir. Kahneman'ın davranışsal finans alanında gerçekleştirmiş olduğu çalışmalar iktisat ve psikoloji biliminin etkileşime geçmesine öncülük etmiştir. Bu durum yatırımcıların rasyonel olduğu fikrini kabul eden ve yatırımcıların yatırım tercihlerine ilişkin sistematik önerilerde bulunan geleneksel finansın tartışılmasına neden olmaya başlamıştır. Yatırım kararı veren bir yatırımcının tam anlamıyla mantık çerçevesinin dışında hareket ettiği, olasılık hesaplarını doğru yapıp hareketlerini ise bu doğrultuda gerçekleştirmediği ortaya çıkmıştır. Kahneman'ın bulguları, yatırımcıların verdikleri kararlarda olasılık hesaplamalarından ziyade, psikolojik sezgiler, buluşsal etmenler ve psikolojik etmenlerin rol oynadığını ortaya koymuştur.<sup>115</sup>

Gerçekleştirilen bazı çalışmalarda yatırımcıların yatırım kararını etkileyen etmenlerin psikolojik faktörler olabileceği gibi sosyal çevreninde karar vermede etkili olabileceği öne sürülmüştür. Örneğin, Hong, Kubik ve Stein (2001) gerçekleştirdikleri çalışma ile sosyal kabul edilebilecek bir hane halkının; komşularıyla ilişkide bulunan ve kiliseye giden, sosyallikten uzak hane halkına göre sermaye piyasalarında gerçekleştirdikleri yatırımların %4 daha fazla olduğu görülmüştür. Bunun dışında eğitim seviyesi ve gelir düzeyi fazla olan hane halkının ise sosyal sayılan bir hane halkına oranla sermaye piyasalarına %8 oranında daha fazla yatırım yaptığı gözlemlenmiştir.<sup>116</sup>

Kahneman, insan davranışları, beklentileri ve karar verme süreci üzerine gerçekleştirmiş olduğu çalışmalar ve bu alanlarda öncülük yapması sonucunda 2002 yılında Nobel Ödülüne layık görülmüştür. Bu ödül ile aynı zamanda davranışsal finansın bilim çevrelerinde ve akademide artık kabul edildiğine destek verenlerin sayısı bir hayli artış olmuştur. Kahneman ve Tversky'nin gerçekleştirdikleri çalışmalar sayesinde finansal piyasalarda meydana gelen ve geleneksel finans teorileriyle açıklanamayan durumları açıklamak üzere gerçekleştirilen akademik çalışmaların 1990 tarihinden itibaren hızla arttığı gözlemlenmektedir.<sup>117</sup>

<sup>115</sup> Osman Barak, *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri -İMKB'de Bir Uygulama-*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara, 2006, s.3.

<sup>116</sup> Harrison Hong vd., 'Social Interaction and Stock Market Participation', *NBER Working Paper*, Iss.8358, 2001, s.1.

<sup>117</sup> Büyükaslan, a.g.e., s.30

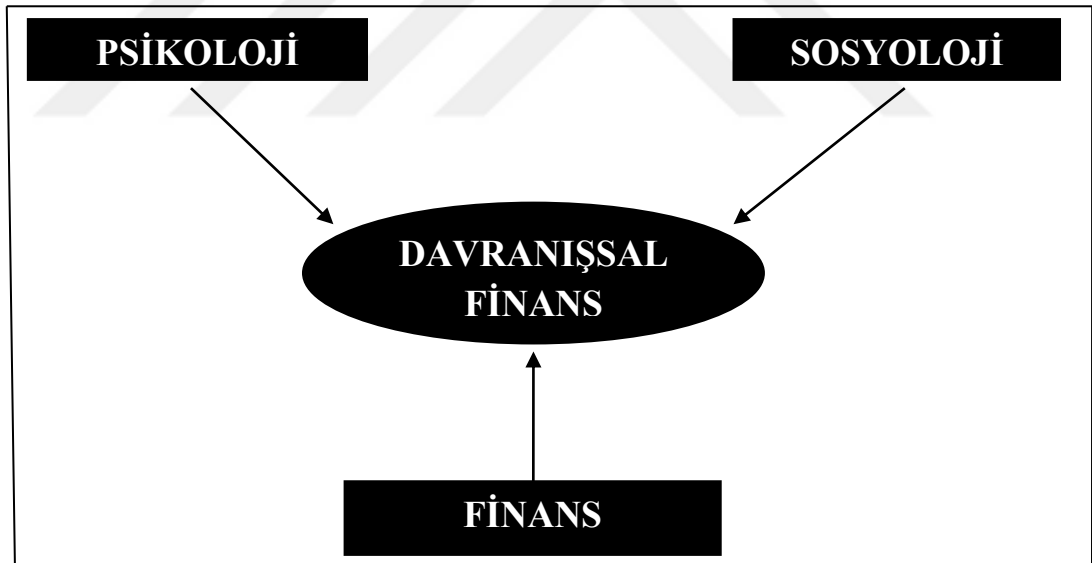
Bugün davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar ve bu çalışmalarını destekleyen birçok akademik yayın, uluslar arası platformlarda düzenlenen sempozyumlar ile yüksek lisans ve doktora programları ve finans bilimine sağladığı katkılar bu alanı iyi bir konuma getirmiştir.<sup>118</sup>

#### 2.4.DAVRANIŞSAL FİNANSIN İLİŞKİLİ OLDUĞU BİLİMLER

Davranışsal finans ile ilişkisi olan bilimlerini incelemek davranışsal finansı daha iyi ve kolay anlamamız açısından önemlidir. Psikoloji, sosyoloji ve antropoloji bilimlerini kişilerin ve toplumun davranışlarını incelemesi nedeni ile davranışsal finans bu bilimlerden yararlanılarak ortaya çıkarılmıştır. Davranışsal finans, bireyin ve toplumun hareketlerini açıklayan kuramlardan yola çıkarak finansal piyasalarda meydana gelen hareketleri açıklamaya çalışmıştır.<sup>119</sup>

Ricciardi ve Simon (2000), psikoloji, sosyoloji ve finansın birleşimi ile davranışsal finansın ortaya çıktığını belirtmişlerdir.<sup>120</sup>

**Şekil 2.** Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi



**Kaynak:** Victor Ricciardi ve Helen K. Simon, “What is Behavioral Finance?”, Business Education& Technology Journal, Vol.2, Iss.2, 2000, s.1-9.

Fakat Ricciardi (2005), gerçekleştirdikleri başka bir çalışmada daha önceki çalışmasını genişletmiş ve disiplinler arası ilişkiyi daha da ileriye taşıyarak davranışsal finansın, psikoloji, sosyoloji, sosyal psikoloji, finans, ekonomi,

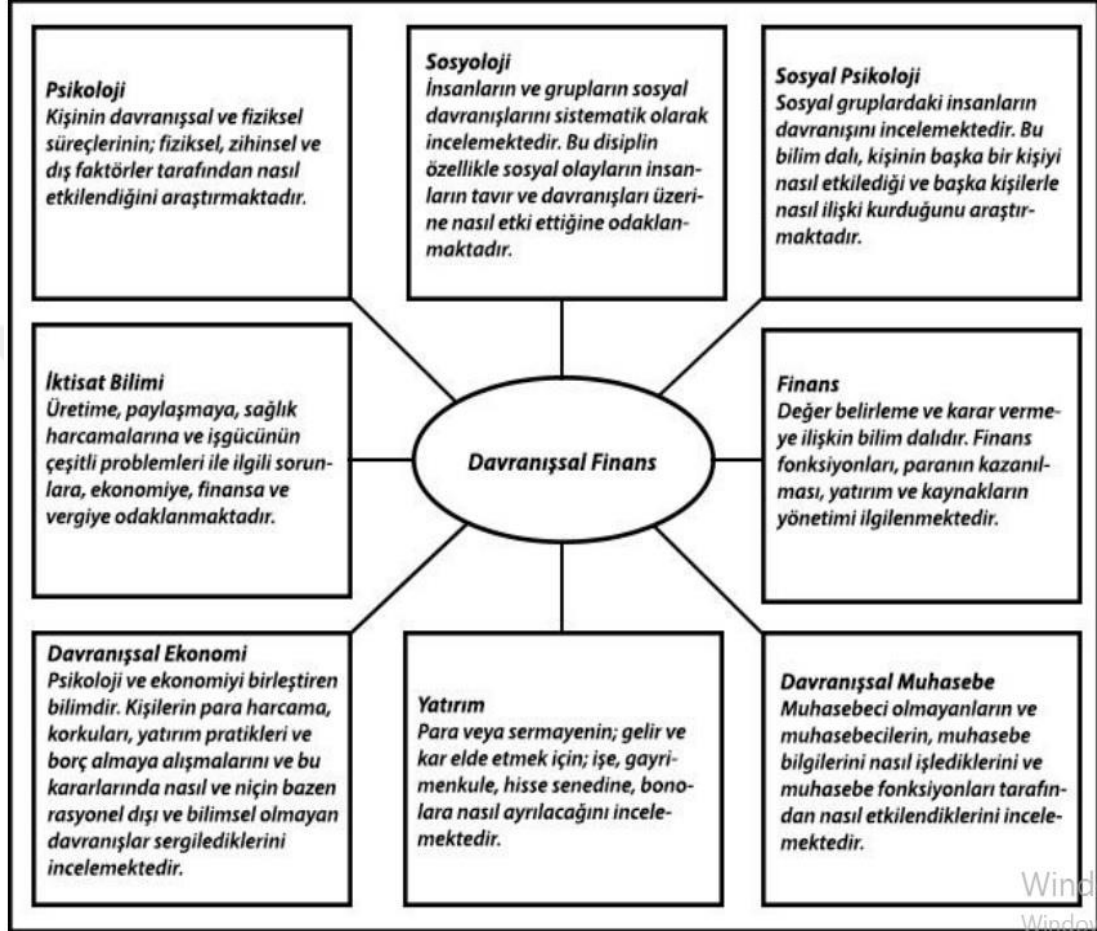
<sup>118</sup> Ekrem Tufan, *Davranışsal Finans*, İmaj Yayınevi, Ankara, 2008, s. 28

<sup>119</sup> Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s. 115.

<sup>120</sup> Victor Ricciardi and Helen K. Simon, “What is Behavioral Finance?”, *Business Education& Technology Journal*, Vol.2, Iss.2, 2000, s.1-9.

davranışsal ekonomi ve davranışsal muhasebe disiplinlerinin araştırma metotlarının sentezlenmesi sonucunda ortaya çıktığını belirtmiştir.<sup>121</sup> Şekil 3'te davranışsal finansın diğer disiplinler ilişkisi kısaca açıklanmıştır.

**Şekil 3.** Davranışsal Finans'ın Diğer Disiplinlerle İlişkisi



**Kaynak:** Victor Ricciardi, "A Reserch Starting Point fort he New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance" 2005, s.10.

### 2.4.1. Psikoloji

Yatırımcılar karar verme sürecinde ekonomik ve finansal göstergeleri tek başına rehber edinmezler. Aynı zamanda ruhsal yapıları, geçmiş dönemlerdeki deneyimleri ve kendilerine göre algıladıkları fırsat biçimleri gibi unsurlar alacakları kararlarda etkili olmaktadır.<sup>122</sup>

<sup>121</sup> Victor Ricciard, 'A Reserch Starting Point fort he New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance', *ICFAI Journal of Behavioral Finance*, Vol. 3, Iss. 3, 2006, s.10.

<sup>122</sup> Berna Taner ve Cenk Akkaya, 'Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı', *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.27, 2005, s. 47.

Davranışsal finansın ortaya çıkması psikoloji ve finansın birbiriyle sentezlenmesinde ortak noktaları durumundaki insan, bu bilim dallarının kendi kıstas ve kuralları ile araştırmaları neticesinde oluşan model ve hipotezlere temel teşkil etmiştir. Bu durum nedeni ile psikolojide, insan davranışlarını tam ve doğru anlamaya yönelik bir disiplin olarak temel insan nedir sorusuna bakılabilir veya biraz daha ayrıntılı olarak detaylandırılabilir. Genel psikoloji içerisinde insan; düşünen, algılayan, duyguları bulunan ve eylemlerde bulanabilen bir varlık olarak incelenmektedir. Fakat “içsel yaşam” olarak isimlendirilen kişinin iç dünyası çok fazla incelenmez. Psikolojinin temel ve çağdaş paradigmatları daha çok davranışçılık içerdiği için incelenebilir, kontrol ve test edilebilir, araştırma ve incelemelere elverişli bulunan yönü ele alındığı için “iç yaşam” denilen içsel yaşamı daha fazla ele alınması nedeni ile psikanaliz konusu olmaktadır.<sup>123</sup>

Psikolojinin davranışsal finansın ile ilişkili olması ise, bilişsel psikoloji ve düşünme süreçleri alanında gerçekleştirilen çalışmalarla ortaya çıkmıştır. Kişilerin davranışlarını anlamlandırmak amacıyla gerçekleştirilen çalışmalar çerçevesinde, bilişsel psikoloji ve bilgilenme süreci oluşmaktadır. Psikolojinin temel ilgi alanlarını duygu, algı, hafıza, dikkat, öğrenme, sorunları ortadan kaldırma ve dil oluşturmaktadır. Bu nedenle yatırımcıların verdikleri yatırım kararlarına etki eden olay ve olgular, duygu ve düşünceler psikolojinin ilgi alanı olması dolayısıyla davranışsal finansın ilgi alanına girmektedir. Geleneksel yaklaşımda risk olgusunu oluşturan model ve hipotezler yatırımcı tercihlerini açıklama konusunda yetersiz kalmıştır. İşte bu noktada psikoloji araya girerek yatırımcıların tercih sürecinde etkili olan etmenleri incelemektedir. Bu durum ile beraber finans ve psikoloji birbirleri ile etkileşime girerek davranışsal finansın doğusunu sağlamışlardır.<sup>124</sup>

Psikoloji, özellikle bilişsel psikoloji insanların ellerine geçen verileri rasyonel ve bilinçli şekilde kodlayan ve yorumlanmasına yardımcı olan bir sistemdir.<sup>125</sup> Psikoloji, sistematik bir şekilde insanların esenliği, davranışı ve karar verme süreciyle ilgilenmektedir. Bu nedenle bizlere insanların geleneksel ekonomik

<sup>123</sup> Cengiz Güleç, ‘Homo Economicus, Psikiyatri, İktisat ve Ötesi’, *İktisat Dergisi*, S.453, 2004, s.3.

<sup>124</sup> Tufan, a.g.e., s.44

<sup>125</sup> Barak, a.g.e., s.68.



varsayımları ile ilgili farklılıkların ne derecede olduğunu anlamamız konusunda gerçekleri ortaya koymaktadır.<sup>126</sup>

#### 2.4.2.Sosyal psikoloji

Sosyal psikoloji, insanın duygu, davranış ve düşüncelerinin diğer bireylerin davranış ve özelliklerinden ne şekilde etkilendiğini irdeleyen bir bilim dalıdır. Kişiler yaşadıkları toplumda birden fazla statüye sahiptirler. Birey aile içerisinde anne veya baba, çalışma alanında yönetici veya asistan, arkadaş çevresinde komik veya asabi olabilir. Rastgele iki kişi birbirlerinden bir hayli farklı güdü ve karaktere sahip olsalar da bu iki kişinin gözlenebilir olan davranışlarına bakıldığında davranışları aynı statü içinde olmaları durumunda benzer olacaktır. Örneğin; doktorların kişilikleri birbirlerinden farklılık gösterse de gözlemlenen davranışları genel olarak birbirlerine benzerlik gösterir.<sup>127</sup>

İnsanların rasyonel davranmayacakları görüşünü savunan davranışsal finans gibi sosyal psikoloji aynı görüşü desteklemiştir. Örneğin kısıtlı bilgiler ve ipuçlarını elinde bulunduran bir kişinin başka bireylere ilişkin izlenimler oluşturma özelliği insanlarda önemli evrensel eğilimdir. Bu durumdan yola çıkarak bir yatırımcının yatırım için yeterli bilgi düzeyine sahip olmamasına karşın yatırımını gerçekleştirecek olduğu hisse senetlerine sadece ilk izlenimlerinin olumluluk içermesi durumunda yatırımı gerçekleştirebileceği söylenebilir. Bu alan ile ilgili yapılan ve gerçekleştirilen çalışmalar bizlere gösteriyor ki; bireyler diğer bireyleri değerlendirip haklarında bilgi sahibi olmak isterken, onların farklı olabilecek özelliklerini incelemekten çok, ortalamasını alma eğilimindedir.<sup>128</sup>

Piyasa ile ilgili haber alan yatırımcılar bu haberleri kendilerince yorumlamakta ve bu yorumdan yola çıkarak karar vermektedirler. Burada, algılama devreye girmektedir. Algıyı bireylerin çevreleri ile alakalı bilgiyi duyma, anlama ve değerlendirme süreci olarak tanımlayabiliriz. Bu aşamada önemli olan husus bireyin ortaya çıkaracağı davranış ve bu davranışa neden olan uyarının algılanma biçimidir. Bu nedenle farklı bireyler aynı bilgiyi/uyarıyı farklı olarak algılayabilirler. Ortaya

<sup>126</sup> Matthew Rabin, "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, Vol.36, Iss.1, 1998, s.11.

<sup>127</sup> Derya Yüksel, *İMKB'de Yatırımcı Davranışı Örnek Bir Uygulama*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2009, s. 15.

<sup>128</sup> Tufan, a.g.e., s.45.

çıkan farklılığın nedenleri, bireylerin sahip oldukları gereksinimleri, amaç ve hedefleri, değer yargıları, kültürel özellikleri bilgi düzeyleri, yaşanmış deneyimleri, hisleri ve hatta fiziksel özellikleri gibi birçok etmen olabilir. Bu etmenler içsel ve dışsal etmenler olarak sınıflandırılabilir.<sup>129</sup> Dışsal ve içsel faktörleri açıklamak gerekirse;<sup>130</sup>

**Dışsal faktörler:** Uyarıcılar arasındaki nispi farklılıklar, uyarıcının hareketliliği, yoğunluğu, tekrarlama, bulunulan ortama göre uyarıcının farklı olması, benzerlik, yenilik, statü ve genel görünüşür.

**İçsel faktör:** Algılayan bireyin kişiliği, bireysel motivasyonu ve gereksinimleridir.

### 2.4.3.Sosyoloji

Sosyal bir bilim dalının temel amacı, toplum yapısını, bireyi toplum içinde tutan etmenleri araştırmak ve sosyal hayatta değişimlere neden olan etmenleri incelemektir.<sup>131</sup> Sosyoloji toplum bilimi olarak ifade edilir. Toplumun farklı kesimlerinde ortaya çıkan, sosyal olayları, sosyal ilişkileri, sosyal yapı özelliklerini, sosyal kurumları ve bu yapılarda meydana gelecek değişim eğilimlerini ve bireylerin bu yapıdaki etkileşimlerini araştıran ve irdeleyen bir bilim dalıdır.<sup>132</sup>

Sosyoloji, çevremizdeki insanları, onların duygularını, hasretlerini, kaygılarını ve acılarını, düşlerini kısacası; onlar ile ilgi birçok içsel olayı anlamamıza yardımcı olmaktadır. Ayrıca bireyler arasındaki empati yeteneğini ortaya çıkarır ve güçlendirir. Diğer toplum ve gruplar ile ilgili bilgi seviyesini artırır. Bunla beraber sosyoloji, ekonomik birimler arasındaki toplumsal ilişkinin incelenmesine odaklanır.<sup>133</sup>

Davranışsal finans ve sosyolojinin birbiriyle ilişki içinde olduğunu ortaya koyan çalışmalardan bazıları; modern sosyoloji, sosyal yapı içerisinde kabul gören kuralları saptamakla yetinmeyip, bu kuralların ekonomik, sosyal, politik yaşamın üzerine nasıl etki edeceği de incelenmiştir. Ayrıca çeşitli olayları inceleyerek de iş,

<sup>129</sup> Tamer Koçel, *İşletme Yöneticiliği*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2003, s.532-533.

<sup>130</sup> Tufan, a.g.e., s. 47

<sup>131</sup> İlhan Erdoğan, *İşletmelerde Davranış*, İşletme Fakültesi Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri, İstanbul, 1994, s.6.

<sup>132</sup> Nuri Arısoy, *Yeni Psikolojiye Giriş*, Öğretmen Okulları Kitapları, İstanbul, 1968, s.13.

<sup>133</sup> Veysel Bozkurt, *Değişen Dünyada Sosyoloji Temeller, Kavramlar, Kurumlar*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2011, s.17-18.

politik ve güncel hayata nasıl uyarlanabileceğini, bu neticelerin kullanılması durumunda sosyal yapıda ve bireysel davranışlarda ne gibi gelişmelerin ortaya çıkacağı da sosyoloji biliminin çalışma alanına girmiştir. Özet olarak günümüzdeki ekonomik, politik ve sosyal amaçla alınan kararların sosyolojik incelemeler ile elde edilen bilgiler sonucunda alındığını söylemek mümkündür.<sup>134</sup>

#### 2.4.4. Antropoloji

Antropoloji, geçmişten günümüze tüm insanlarla ilişkilidir ve insanlığın her boyutunu ve toplumluların hepsini tüm kurallarıyla kapsar. Kültüre verilen değer ölçüsü nedeni ile diğer bilimlerden ayrılmaktadır. Antropoloji bilimi, insanların toplumsal ve kültürel etkileşimi üzerinde durmaktadır. Antropoloji fiziksel ve kültürel olarak ikiye ayrılmaktadır. Fiziksel antropoloji; adından da anlaşılacağı üzere insanın fiziki gelişimini incelemektedir. Kültürel antropoloji ise; arkeoloji, etnoloji, linguistik ve sosyal antropoloji gibi insanın kültürel boyutları ile ilgili disiplinleri incelemektedir.<sup>135</sup>

Antropoloji ve davranışsal finans arasındaki ilişki, antropolojinin sosyal ve ekonomik hayatı birleştirdiği ekonomik antropoloji dalında ortaya çıkmaktadır. Ekonomik antropoloji; şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik olarak üç ayrı alt dala ayrılmaktadır. Bunları kısaca açıklayacak olursak;<sup>136</sup>

**Şekilcilik:** Bu model neo-klasik iktisatla bağlantılıdır ve ekonominin kıtlık şartları altında maksimum faydayı sağlama çalışması olarak tanımlanmaktadır.

**Gerçekçilik:** Ekonominin kıtlık içerisindeki durumunda, alternatifler içinden akılcı seçim yapmak anlamına gelen akılcı davranma ve karar verme mantığıdır.

Bu yaklaşım piyasa mekanizmasının işlemediği ekonomik durumlarda geçerli değildir. İnsanın sosyal ve doğal ortamda nasıl yaşadığıyla ilgilenir.

**Kültürelcilik:** bazı antropoloji uzmanları, batı tipi ekonomik modellerin tüm dünya halk ve toplumları için geçerli olacağı düşüncesini eleştirmektedir. Örneğin Gudeman (1986), yaşamın merkezinde kültürün olduğunu iddia etmektedir. Bu sebeple; yaşam ve ekonomik içerikli modellerin analizinde, değişim, para ve kardan

<sup>134</sup> Erdoğan, a.g.e., s. 18

<sup>135</sup> Handan Özcan, *Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirmelerine Yönelik Bir Araştırma*, Nevşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir, 2011, s.14.

<sup>136</sup> Tufan, a.g.e., s. 51.

yerelde yaşamını sürdürenlerin ne anladıklarına göre analizlerin gerçekleştirilmesi gerektiğini söylemektedir. Bu yaklaşım insanların yalnız kültürel altyapılarıyla değil, onların satın alma yoluyla edindikleri mal ve ürünlere yükledikleri değerle de ilgilenmektedir.

## 2.5.DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİ VE MODELLERİ

Davranışsal finans kapsamında birçok teori ve model ortaya çıkmıştır. Bu teori ve modeller genellikle piyasadaki hareketliliğin yatırımcı davranışlarıyla birlikte geliştiği konusunda ortak bir fikirde birleşmektedir.

### 2.5.1.Beklenti Teorisi

Psikoloji ve matematik alanlarında eğitim gören Daniel Kahneman ve dönemin en iyi psikolog ve davranış bilimcilerinden biri olan Amos Tversky birlikte bireylerin belirsizlik ve risk durumlarında karar ve tercih süreçlerinde Beklenen Fayda Teorisi'ne bir alternatif olarak Beklenti Teorisini ortaya çıkarmış ve geliştirmişlerdir. Dönemin ünlü dergilerinden olan *Econometrica* adlı dergide yayımlanan "Beklenti Teorisi: Risk Altında Kararların Bir Analizi" (Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk) isimli çalışmaları dikkatleri hemen üzerine çekerek büyük ilgi görmüştür.<sup>137</sup>

Beklenti teorisinin ortaya çıkışında Beklenen Fayda Teorisi'nin varsayımlarına ilişkin olarak yapılan eleştirilerden ilk çalışma, 1953 yılında tercihlerin doğrusal olmadığını gösteren Fransız ekonomist Maurice Allias tarafından ortaya çıkartılmış ve teorisinin ortaya çıkışında önemli katkıları bulunmuştur. Allias, deney sonuçları ile insanların şans oyunları oynarken sistematik bir şekilde Beklenen Fayda Teorisi'nin varsayımlarını ihlal ettiklerini ortaya koymuştur.<sup>138</sup>

Allias (1953)'den sonra Edwards (1954), ve Simon (1956) psikoloji alanında belirsizlik altında karar vermeye yönelik gerçekleştirmiş oldukları çalışmalar ile ekonomi alanında ortaya çıkarılacak yeni çalışmalara öncülük etmişlerdir.<sup>139</sup>

Allias'ın gerçekleştirmiş olduğu deneysel çalışmanın sonucu Beklenen Fayda Teorisi'nin değişmezlik varsayımına ters düşmüş ve bu çelişki "Allias Paradoksu"

<sup>137</sup> Fatma Rabia Aktaş, *Davranışsal Finans Ve Yatırımcı Psikolojisi İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul, 2012, s.80

<sup>138</sup> Maurice Allias, 'Le comportement de l'homme Rationnel Devant Le Risque: Critique Des Postulats Et Axiomes De L'école Américaine.', *Econometrica*, Vol.21, Iss. 4, 1953, pp.503 – 546.

<sup>139</sup> Osman Barak, *Davranışsal Finans*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2008, s.74.

olarak finans literatüründe yerini almıştır. Allias Paradoksu üzerinden çalışmalarına devam eden Kahneman ve Tversky, 1979 tarihinden itibaren varsayımsal seçenekleri içeren birçok deney gerçekleştirerek teorilerini ortaya çıkarmışlar ve Beklenti Teorisini buradan çıkan sonuçlara dayandırmışlardır.<sup>140</sup> Beklenti Teorisi, bireylerin risk durumu içerisindeyken alacak oldukları kararlarının nasıl olması gerektiğini araştıran betimleyici bir karar analizi modelidir.<sup>141</sup>

Kahneman ve Tversky (1979) gerçekleştirmiş oldukları çalışmada insanların belirsizlik durumunda karar alırken geleneksel iktisat kuramındaki modellerde öne sürülen varsayımları devamlı olarak ihlal ettiklerini, Beklenen Fayda Teorisinin ortaya çıkardığı varsayımlar ile bireylerin ortaya çıkardıkları davranışları açıklama konusundaki yetersizliğinden bahsetmişlerdir. Bunun birlikte bireylerin psikolojisini görmezden gelen geleneksel modellere bazı eleştiriler yapmışlar ve gerçekleştirdikleri çalışmayla alternatif bir teoriyi hayata geçirmişlerdir.<sup>142</sup>

Bireylerin tercihlerini gerçekleştirirken tüm tercihleri olmamakla birlikte, beklenti teorisi çerçevesinde gerçekleştirilen deneysel çalışmalar sonucunda rasyonel olmayan tercihlerde buldukları ortaya çıkarılmıştır. Ancak beklenen fayda teorisi bireylerin tercihler arasından seçim yaparken, risk düzeyi bakımından, beklenen fayda ve olasılık düzeylerine göre yüksek olan değeri tercih edeceğini varsaymaktadır.<sup>143</sup>

Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenti Teorisi, bireylerin tercih süreçlerinde rasyonellik görüşü konusunda ciddi şekilde ayırım gösterebilir de, belirsizlik söz konusu olduğu durumlarda karar alma sürecine yönelik ortaya çıkarılan teoriler olması nedeni ile birbirleri ile benzerlik göstermektedirler. Riskli seçenekler arasında karar alma konusunda Beklenen Fayda Teorisi kullanılırken, bu teoriye alternatif yöntem olarak Beklenti Teorisi geliştirilmiştir. Teorilerin ikisi de bireylerin elde edecekleri faydayı, maksimum seviyeye çıkarmaya çalıştığını kabul etmektedir. Teoriler aynı zamanda bireylerin servetleri ile ortaya koydukları kazançların mali karşılığından ziyade, bu kazançtan sağlanan memnuniyet ve tatmin şeklinde değerlendirilmesinin daha anlamlı olacağını belirtmiştir. Son olarak diğer benzeşen noktaları ise; riskli bir durum söz konusu olduğunda her iki teorinin hipotezleri de

<sup>140</sup> Aktaş., a.g.e., s.81

<sup>141</sup>Nicholas Barberis, vd., 'Prospect Theory and Asset Prices', *Center for Research in Security Prices Working Paper*, Vol. 494, 1999, s. 7.

<sup>142</sup> Kahneman ve Tversky, a.g.e., s.263-291.

<sup>143</sup> Döm, a.g.e., s.14.

bireylerin riskli durumdan kaçınma eğilimi şeklinde tavır sergileneceği konusunda hem fikir olduklarını kabul etmektedir.<sup>144</sup>

Beklenen fayda teorisi ve beklenti teorisi arasında farklılıklarda söz konusudur. Bu farklılıkları aşağıdaki maddeler ile açıklayabiliriz.<sup>145</sup>

- Beklenen Fayda Teorisi, bireylerin elde ettikleri faydayı onların servet oluşumunun son durumuna bakarak ölçmektedir. Bireylerin servetlerinin en son durumu bireyin elindeki önceki varlıkları ve seçeneğin getireceği ek faydaları içermektedir. Ancak Beklenti Teorisi ise; tercih edilen seçeneğin servet üzerindeki oluşturacağı farklılıkla ilgilenmektedir.
- Beklenen Fayda Teorisi, beklenen faydayı saptanan olasılıkları dikkate alarak hesaplar. Bununla birlikte tercih edilecek olan her seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılık durumları, ağırlık oranları ve bunların toplamı ile elde edilir. Beklenti Teorisi ise; değer fonksiyonunda karar ağırlıklarından faydalanmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979)'nin geliştirmiş oldukları fonksiyonda kullandıkları karar ağırlıkları Beklenen fayda Teorisindeki olasılıklara göre daha düşük seviyededir.
- Beklenen Fayda Teorisi üç tür tipinin bulunduğunu belirtir. Bunlar; riski seven yatırımcı, riske karşı duyarsız yatırımcı ve son olarak riskten kaçınan yatırımcı tipleridir. Beklenti Teorisi ise; bireyler servetlerinin düzeylerinden bağımsız olarak kazanç durumu söz konusu olduğundan riskten kaçınan, ancak kayıp durumu gerçekleştiği zaman ise riskten kaçınmadıklarını belirtmektedir.

Sonuç olarak Beklenti Teorisi kazanç ve kayıpların önemi hususunda Beklenen Fayda Teorisi ile ayrılmaktadır. Bu varsayım bireylerin belirsizlik durumunda alacak oldukları karar süreci ile tutarlılık göstermektedir. Bunun nedeni ise; bireylerin karar alma sürecinde elde edecekleri faydanın toplamından daha çok muhtemel değişimlerde servetlerinde oluşacak etkiye, bir başka ifade ile tercih

<sup>144</sup> Karaca, a.g.e., s.40.

<sup>145</sup> David K. Ding vd., 'Prospect Theory Analyst Forecasts, And Stock Returns', *Journal of Multinational Financial Management*, C.14, 2004, s. 426-427.

edecekleri karar doğrultusunda belirlemiş oldukları bir referans noktasından ne kadar sapma yaşayacaklarını göz önünden bulundurarak kararlarını almaktadırlar.<sup>146</sup>

Beklenen Fayda Teorisini dört farklı açıdan eleştiren Beklenti Teorisi bu eleştirileri şu şekilde dile getirmektedir:<sup>147</sup>

- Kesinlik Etkisi: Bireyler daha küçük getiri elde edecek olsalar dahi kesin olarak elde edileceği düşünülen getirileri, kesin olarak düşünmedikleri getirilere tercih etmektedirler. Örneğin %100 olasılık ile 60 TL ve %80 olasılıkla 90 TL kazanma durumlarını ortaya sunan bir tercih problemi içersinden seçimleri gerçekleştirecek olan bireylerin birçoğu, kesin getiri durumunu bulunan 60 TL'yi tercih edeceklerdir. Ortaya atılan bu tercih probleminin 4'e bölünmesi yani %25 olasılık 60 TL veya %20 olasılıkla 90 TL kazanma durumu alternatif olarak sunulması halinde ise tercih edenlerin çoğu 90 TL kazanma olasılığını seçeceklerdir. Beklenen Fayda Teorisine sunmuş olduğu varsayıma göre, tercih problemi içersindeki durumda bir farklılık olsa dahi tercihin değişmeyip %100 olasılığın tercih edilmesi gerekmektedir.
- Yansıma Etkisi: Getiriler arasında gerçekleştirilecek olan tercihler sıralaması bu getirilerin negatif uzaydaki yansıması olan kayıp durumu söz konusu olduğundan tersine gerçekleşmektedir. Örneğin, %100 olasılık ile 60 TL ve %80 olasılıkla 90 TL kazanma durumlarını ortaya sunan bir tercih problemi içersinden seçimleri gerçekleştirecek olan bireylerin birçoğu, kesin getiri durumunu bulunan 60 TL'yi tercih edeceklerdir. Bu tercih problemini bu sefer tersine düşünüp kaybetme olasılığı şeklinde değiştirecek olursak, yani %100 olasılıkla 60 TL veya %80 olasılıkla 90 TL kaybetme durumu şeklinde bireylere tercihler sunarsak bireylerin çoğu % 80 olasılıkla 90 TL kaybetme durumunu tercih etmektedir.
- Çevreleme Etkisi: Karar verme esnasında, karar vericiler üzerinde tercih problemlerinin ortaya konulduğu ortamın yönlendirici bir faktör olarak görülmektedir. Bu etki, ortaya sunulan alternatifler arasından seçim yapılırken, problemin tercih yapacak olan bireylere nasıl sunulduğuna bağlı

<sup>146</sup> Karaca, a.g.e., s.41

<sup>147</sup>Susan K. Laury and Charles A. Holt, 'Further Reflections of Prospect Theory', *Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series*, 2005, s.1.

olarak, problemin bütününe ait olan bazı parçaların algılanmamasının verilen karar üzerine yarattığı etkidir. Örneğin geçmiş dönemleri ait olan emeklilik fonlarının aynı performans verilerinin değişik formatlar ile oluşturulmuş grafikleri üzerinde gösterilmesi, karar verici olan bireyin tercih edeceği karar üzerinde etki göstermektedir.

- Ayırma Etkisi: bireylerin iki aşamalı bir oyun içerisinde oyunun genellikle ilk aşamasını ihlal etmeleri, problemi sadece ikinci aşamadan oluşuyormuş şeklinde değerlendirmeleri ayırma etkisi olarak tanımlanmaktadır.

Beklenti teorisine göre karar vericiler risk almaktadırlar. Ancak alınan bu risk beklenen getiride oluşacak bir artışa bağlanmamaktadır. Aksine karar vericilerin tercih durumunda içerisinde risk almalarındaki asıl neden, kayıptan kaçınma davranışdır ve beklenti teorisinde kayıpların kazançlara göre daha fazla önemsendiğini belirtmektedir.<sup>148</sup> Bu teori ile yatırımcıların kayıplar ve kazançlar arasında olasılık ve ağırlık olarak farklı değerler verildiği ön plana çıkmaktadır. Beklenen fayda teorisine göre “beklenen risk”, beklenti teorisine göre ise “algılanan risk” in hesaba katılması öne sürülmüştür. Bu nedenle beklenti teorisi davranışsal finans alanda ciddi bir ilgi görmüştür.<sup>149</sup>

Ekonomik model ve öngörülerini insan psikolojisine daha fazla dahil eden Beklenti Teorisi, insanların rasyonellikten sapmalarının nedenini psikolojiye bağlamıştır. Beklenti Teorisi, alınan kararların nasıl ve karar alınırken neler yapıldığıyla ilgilenirken Beklenen Fayda Teorisi kararların nasıl alınması gerektiği ile ilgilenmektedir. Kahneman ve Tversky gerçekleştirmiş oldukları araştırmalarda, uyguladıkları tercih problemlerinde bireylerin Beklenen Fayda Teorisinin varsayımlarına uymadıklarını sonucuna ulaşmışlardır. Bireylerin farklı olasılık durumlarından farklı tercihler verdiklerini, kazanç ve kayıp söz konusu olduğunda farklı davranışlarda bulduklarını belirtmişlerdir. Araştırmalar sonucunda bireylerin rasyonel açıdan riskten kaçamadıklarını, tercihlerini ise optimize edemedikleri sonucunu ortaya koymuşlardır. Bunun yanında, yatırımcı duyarlılığı, tesadüfen

<sup>148</sup> Kahneman ve Tversky, a.g.e., s. 285.

<sup>149</sup> Döm, a.g.e., s. 11.



yapılan hataların birçok yatırımcı birey tarafından aynı yönlü olarak yapıldığının ve yaygın olarak ortak hatlardan oluştuğu sonucuna varmışlardır.<sup>150</sup>

Beklenti Teorisi;

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

Şeklinde formüle edilmiştir.

V: x sonucunun subjektif değerini,

W: p olasılığının beklenti teorisinin çekiciliği üzerindeki etkisini ölçmektedir.

Beklenen fayda Teorisindeki (u), referans noktasına bağlı durumdaki kazanç ve kayıplar için tanım olan sonucun subjektif değeri (v) ile değiştirilmektedir. “V” sonuç olasılıkları ile değil, ilgili olasılık beklentisinin ölçülmesi üzerine etkisini “w” ile ağırlıklandırılmaktadır.<sup>151</sup>

### 2.5.2.Barberis, Shleifer ve Vishny Temsili Yatırımcı Modeli

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998), gerçekleştirdikleri çalışmalarında yatırımcıların gelecek ile ilgili beklentilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koymak olarak belirtmişlerdir. Araştırmalarında yatırımcıların beklenen getirileri ile ilgili tahminde bulunurken istatistikî verilere çok az önem verdikleri, tahminlerini psikolojik etmenlerine göre gerçekleştirdikleri sonucuna varmışlardır. Barberis, Shleifer ve Vishny ortaya çıkan bu durumun anlaşılabilir olması için yeni bir model ortaya koymuşlardır. Ortaya çıkarmış oldukları model, bizlere piyasa içersinden bir yatırımcı ve bununla birlikte bir menkul değer olduğunu söylemektedir. Piyasadaki bu yatırımcının tahmin ve inançlarının diğer yatırımcıların tahmin ve inançlarının ortalamasına göre hareket edeceği savunulmaktadır. Ortaya çıkan model; temsili yatırımcının inanç ve tahminleri menkul değerlerin oluşacak fiyat ve getirileri etkilediğini öne sürmektedir.<sup>152</sup>

Ancak bu modelde temsili yatırımcı iki farklı yargı hatasına düşmektedir. Bunalar şekil 4’de görüldüğü gibi gerçekleşmektedir.<sup>153</sup>

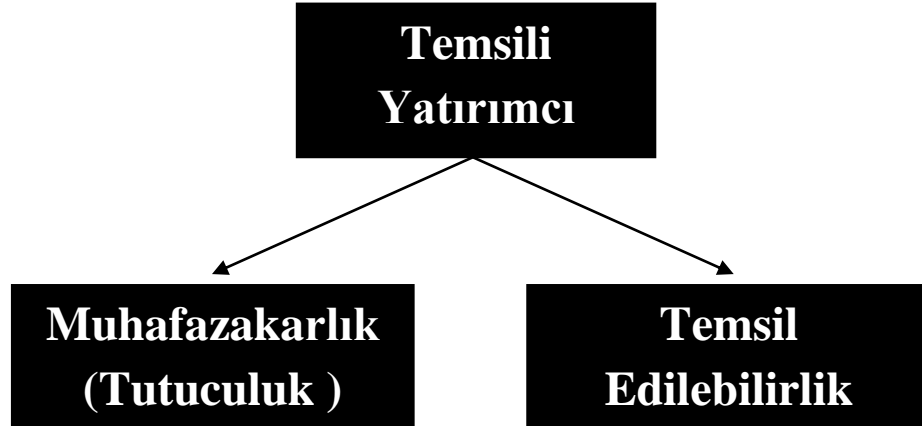
<sup>150</sup> Döm, a.g.e., s. 11-14.

<sup>151</sup> Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s. 142-143

<sup>152</sup> Nicholas Barberis vd. ‘A Model of Investor Sentiment’, *Journal of Financial Economics*, Vol.49, 1998, s. 309.

<sup>153</sup> Numan Ülkü ‘Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı’, *İMKB Dergisi*, C. 5, S.17, 2001, s.106.

Şekil 4.Barberis, Shleifer Ve Vishny Temsili Yatırımcı Modeli



#### 2.5.2.1.Muhafazakarlık Davranışı

Muhafazakarlık davranışı, bireylerin piyasa içersinde yeni bir bilgi veya bulgu edinse dahi daha önceki tahmin ve inançlarına karşı tutumlarını kolayca değiştirmeyecekleri veya tahmin ve inançlarından vazgeçmeyecekleri olarak tanımlanmaktadır.<sup>154</sup> Edwards (1968), bireylerin yeni bilgiler ile karşılaşması durumunda sergilemiş oldukları davranışlar üzerine bir araştırma gerçekleştirmiş, araştırma neticesinde bireylerin karşılaşmış oldukları yeni bilgiler ile değil daha önce sahip oldukları bilgiler ile yola devam ettiklerini gözlemlemiştir. Araştırmacı, bireylerin sahip oldukları fikirleri bir süre sonra değiştirdiklerini ortaya koymuştur. Araştırmanın yapıldığı bireyler arasından muhafazakarlık davranışını taşıyan bireyler fikirlerini iki ya da beş yeni bilgi veya bulgu oluşması durumunda değiştirdiklerini belirtmiştir.

Edwards (1968), muhafazakarlık yargı hatası tutumu gösteren yatırımcıların piyasada düşük reaksiyon anomalisi oluşumuna neden oldukları belirtmiş ve çalışmaları ile bu durumu doğrulamıştır. Yatırımcıların piyasa içersindeki yeni bilgi ve bulgulara muhafazakar tutum sergilemeleri, haberlere karşı tepkisiz kalmaları, orya çıkan bilgi, bulgu ve haberlerin geçici olduğu düşüncesine kapılmaları, bireylerin mevcut bulunan eski bilgilere karşı tutuculuk sergilendiğini araştırmalar ile ortaya koymuştur.<sup>155</sup>

<sup>154</sup> Barak, a.g.e., s.176.

<sup>155</sup> Barberis vd., a.g.e., s. 315.

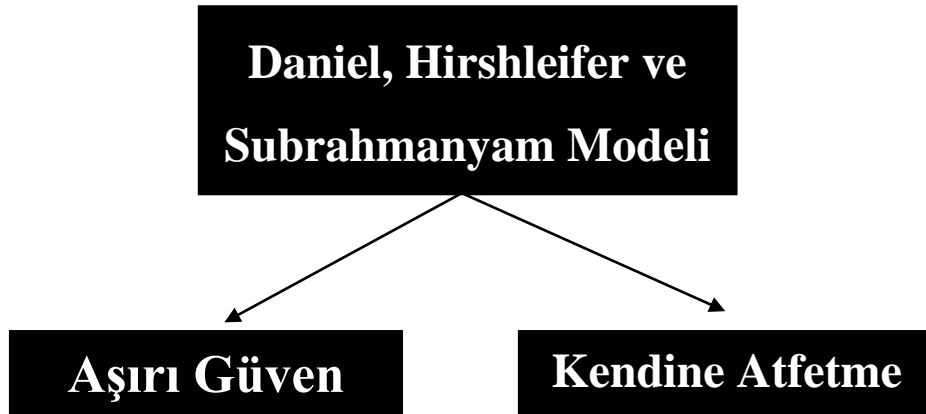
### 2.5.2.2.Temsil Edilebilirlik Davranışı

Temsil edilebilirlik davranışı, bireylerin yatırım kararı verirken dikkatleri en çok üzerine çeken unsurlara daha fazla ağırlık vermesi, bunların istatistiki dağılımlarına ise çok daha az önem vermesi olarak ifade edilmektedir.<sup>156</sup> Bu davranışa sahip olan birey, ortaya çıkan ve kesin olmayan bir olay, bilgi veya olasılıkla ilgi bir durumu, kesinmiş gibi algılar ve bu durumun kendi tecrübeleri ile örtüşmesi söz konusu bahsi geçen olayın önem derecesini giderek arttırmış olur. Ortaya çıkan bu durum neticesinde bireyler ulaştıkları bu bilginin istatistiki değeri düşük olsa dahi ortaya çıkan durumu aşırı veya abartılı şekilde değerlendirir. Kahneman ve Tversky yapmış oldukları çalışma sonucunda temsil edilebilirlik davranışını bir manifesto olarak değerlendirmişler ve bireylerin tercihlerini rassal olarak gerçekleştirdikleri neticesine varmışlardır. Ayrıca temsil edilebilirlik yanlılığının aşırı reaksiyon anomalisine bir kanıt olduğunu belirtmişlerdir.<sup>157</sup>

### 2.5.3.Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın (1998) gerçekleştirmiş oldukları çalışmalar sonucunda öne sürdükleri bu model, aşırı güven ve kendine atfetme olmak üzere iki davranışa dayanmaktadır.<sup>158</sup>

**Şekil 5.**Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli



<sup>156</sup> Ülkü, a.g.e., s.106.

<sup>157</sup> Barberis vd., a.g.e., s. 316.

<sup>158</sup> Daniel vd., a.g.e., s.1841

### 2.5.3.1. Aşırı Güven Davranışı

Aşırı güven, bireylerin mevcut olan bilgilerini değerlendirerek yatırımlarını gerçekleştirme davranışı olarak tanımlanmaktadır. Piyasa içerisinde yatırımcılar veya finansal analistler farklı şekillerde edindikleri bilgileri kullanarak yeteneklerini ve kendilerinin daha önceden sahip oldukları bilgileri ile ilişkilendirirler. Bu durum neticesinde yatırımcı, bilgi edinme konusunda kendi yeteneklerini fazla önemseyip abartmaya başlaması veya diğer analistlerin göremediği ya da duyamadığı verileri önceden tahmin etmesi sonucunda kendinin daha önceki düştüğü hatalarını küçümsemesine neden olacaktır. Bireyin kendisinin elde etmiş olduğu fikir ve öngörülerini aşırı güvenli görmesi, ileride kamuoyunun vereceği bilgilere daha az önem vermesine neden olacaktır. Belirtmiş olduğumuz sebepler yatırımcının aşırı güven davranışı sergilemesine diğer yatırımcı ve analistlerin bilgilerini ve bulgularını önemsememesine, kendine özgü sinyallerin doğru olduğuna güvenen birey olması durumunu ifade eder.<sup>159</sup>

İnsanların genel olarak karakteristik özelliklerinde aşırı güven duygusu bulunmaktadır. Ancak bu duygu piyasa içerisinde bulunmaz. Bu nedenle gerçekleşen bazı olaylardan piyasa farklı şekilde etkilenirken yatırımcılar ise daha farklı etkilenmektedir. Aşırı güven duygusunun sahibi olan bireyin kim olduğu ve bilginin dağılımı şekli piyasa içerisinde etkileri tamamen değiştirmektedir. Bu nedenle yatırımcı tiplerini ve aşırı güveni araştıran Odean (1998), aşağıdaki sonuçlara ulaşmıştır:<sup>160</sup>

- Yatırımcılar ve analistlerin aşırı güven davranışları, piyasa içerisindeki işlem hacmini arttırmaktadır.
- Aşırı güven davranışının ayrıca piyasa derinliliğini de arttırdığı gözlemlenmiştir.
- Aşırı güven davranışı sergileyen yatırımcılar rasyonel yatırımcılarında getirilerini etkileyerek pazarda düşük reaksiyon oluşmasına sebep olur. Geri dönüşler ise; yeni bilgiye daha az ağırlık verildiğinde seri olarak pozitif ilişkili, yeni bilgiye fazla ağırlık verilmesi durumunda ise seri olarak negatif yönlü olmaktadır.

<sup>159</sup> Daniel vd., a.g.e., s.1841

<sup>160</sup> Terrance Odean, 'Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average', *The Journal of Finance*, Vol. 53, No:6, December, 1998, s. 1910-1916.

- Yatırımcıların aşırı güvenli davranışı beklenen getirileri azaltmaktadır.
- Aşırı güven davranışı piyasa aktörlerinin kararsızlıklarını bastırır ve bununla birlikte volatilitiyi arttırmaktadır.
- Hisse senedi alım ve satımları aşırı güvenilir davranışla birlikte kolaylaşmaktadır.

### 2.5.3.2.Kendine Atfetme Davranışı

Kendine atfetme, bireylerin kendi yetenekleri ile ulaşıp doğruladıkları bilgileri elde etmeleri ile oluşur. Bireyler yetenekleri neticesinde elde etmiş oldukları bilgi ile gerçekleştirdikleri yatırımın olumlu sonuçlanması durumunda kendine atfetme davranışını sergilemektedir. Benzer şekilde, bireyin elindeki bilgi dışında bulunan diğer bilgiler ile farklı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırımların olumsuz sonuçlanması durumunda da kendine atfetme davranışı oluşmaktadır. Ancak bireyin yatırımı başarısızlıkla sonuçlanması durumunda ise dış faktörler nedeninden kaynaklanan bir durumun olduğu kabul edilen davranış sergilemektedirler.<sup>161</sup>

Kendine atfetme davranışına sahip yatırımcılarda kendine ait tahmin ve düşünceler ile ilgili kamuya açık gerçekleştirilen bilgi ve haberlerin kendi görüşleriyle uyuşması durumunda kendine aşırı güven yargısı artarak devam etmektedir. Ancak kendi görüşleri ile kamuya açıklanan bilgiler arasında zıtlık oluşursa aşırı güvenlilik yargısı ise azalmaktadır.<sup>162</sup>

### 2.5.4.İnteraktif ilişkiler (Hong- Stein) Modeli

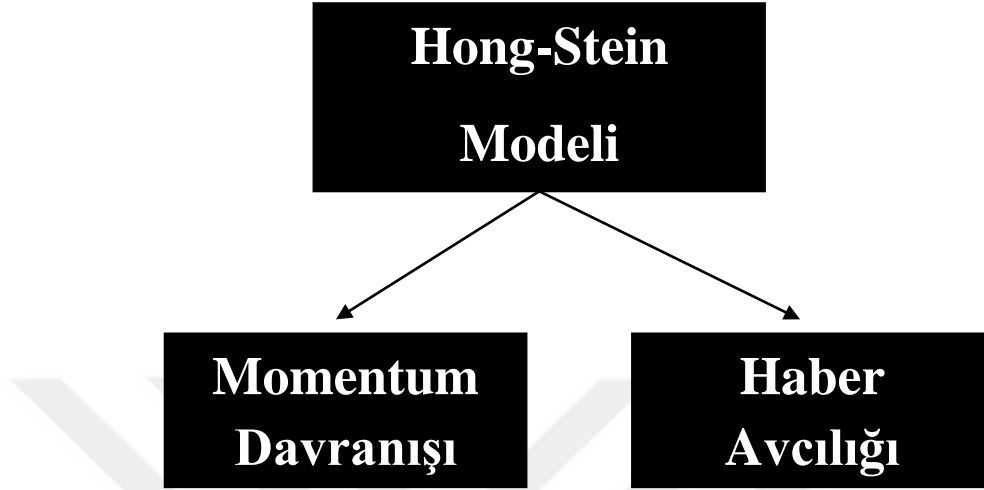
Hong ve Stein (1999), tarafından gerçekleştirilen bu model, piyasa içerisinde iki farklı yatırımcı tipinin olduğundan bahsetmektedir. Bunlar; “Momentum Davranışı” sergileyen yatırımcılar ve “Haber Avcılığı” uygulayan yatırımcılar olarak bilinmekte ve piyasa içerisindeki bu yatırımcıların rasyonelliklerinin sınırlı olduğu varsayılmaktadır. Yani bahsi geçen iki yatırımcı tipinin de tam olarak rasyonel olmadıkları, kamuya açık haldeki bilgi ile sınırlı oldukları ve hareketlerini buna göre gerçekleştirecekleri varsayılmaktadır. Hong ve Stein yatırımcı tipi olan haber avcılığı, hareketlerini gelecek ile ilgili elde edecekleri bilgiler doğrultusunda gerçekleştireceklerini belirtmektedirler. Diğer yatırımcı tipi olan momentum yatırımcıları ise, diğer yatırımcı tipinin aksine gelecek ile ilgili değil, geçmiş bilgi

<sup>161</sup> Barak, a.g.e., s.188.

<sup>162</sup> Daniel vd., a.g.e., s.1845.

havuzuna dayanarak yatırım kararlarını gerçekleştirmekte olduklarını belirtmişlerdir.<sup>163</sup>

**Şekil 6.**Hong-Stein Modeli



#### 2.5.4.1.Momentum Davranışı

Momentum davranışı sergileyen yatırımcılar yatırım kararını fiyat hareketlerini göz önünde bulundurarak gerçekleştirmekte ve bu yatırımcılara momentum yatırımcılar denmektedir. Momentum yatırımcılar, yatırım kararlarını geçmişte oluşan fiyat hareketlerine göre yapmaktadır.

Momentum yatırımcılar hareketlerini geçmiş fiyatlara göre verdiklerinden dolayı haber avcılarının oluşturmuş olduğu eksik reaksiyonu piyasadan silmektedir. Bu tip yatırımcılar çok sık işlem gerçekleştirmesinden dolayı piyasaları hareketlendirir ve hisselerde oluşan reaksiyonu artırırlar. Ancak bu reaksiyon artışı ise, aşırı reaksiyonun da oluşumunu beraberinde getirebilmektedir.<sup>164</sup>

#### 2.5.4.2.Haber Avcılığı

Haber avcıları, kamuya açık olan bilgileri kullanmanın yanında, özel bilgileri de bu bilgilerle birleştirerek gelecek dönemler ile ilgili tahminlerde bulunmaktadır. Haber avcıları temel analizciler gibi düşünülebilir.<sup>165</sup> Belli bir dönemde (t) yeni bir bilgi edinen haber avcıları bu bilgi ile birlikte piyasada artış

<sup>163</sup> Hong Harrison ve Jeremy C. Stein, 'A Unified Theory of Underraction Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets', *Journal of Finance*, Vol.54, No. 6, 1999, s. 2144.

<sup>164</sup> Hong ve Stein, a.g.e., s.2144-2145.

<sup>165</sup> Barak, a.g.e., s.195.

veya azalışlara neden olacaktır. Fakat bu yeni bilgi kamuya açıklanmadığı için bilginin yayılması yavaş olacaktır. Haber avcılarının (t) zaman içerisinde neden oldukları durum (t+1) zaman içerisinde momentum davranış sergileyen yatırımcıların piyasaya dahil olmasına neden olmakta, bununla birlikte alım-satım gerçekleştirmelerine sebep olmaktadır.<sup>166</sup>

Piyasa içersine dahil olan momentumculardan ilk piyasaya momentum yatırımcılar son girenlere göre daha fazla kazanç elde edeceklerdir. Piyasaya geç katılan momentumcular ile birlikte piyasa fiyatlarında ve alım-satım işlemlerinde değişiklik yaşanacaktır. Bu durumun piyasaya etki etmesi beklenir ve sonradan piyasaya dahil olan momentumcuların zarar etmesi yüksek olasılık göstermektedir. Piyasaya geç dahil olan momentum yatırımcılar, uzun vadede sağlanacak olan denge fiyatlarının üzerinde işlemlerini gerçekleştirecekleri beklenir ve netice olarak piyasaya erken dahil olanlar geç dahil olanların üzerinden negatif dışsallığa yol açacaklardır.<sup>167</sup>

İnteraktif ilişkiler modeli piyasadaki aşırı veya eksik reaksiyonları bir bütünü oluşturan iki olgu şeklinde incelemektedir. Model yatırımcı tiplerinden haber aycılarının eksik reaksiyona, momentum yatırımcıların ise aşırı reaksiyona neden olduğunu araştırmalar sonucunda ortaya koymuştur. Sonuç olarak iki yatırımcı tipini birbirlerini tamamladığını ve bununla birlikte bu iki tip yatırımcıların piyasayı oluşturduklarını savunmaktadır. Hong ve Stein'in ortaya koyduğu İnteraktif ilişkiler modeli Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998) modeli ve Barberis, Shleifer ve Vishny Temsili Yatırımcı modellerinden ayrı temel farklılık, heterojen yatırımcıların birbirleri üzerinde olan dışsal etkileridir.<sup>168</sup>

## 2.6.DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

Literatürde karşımıza çıkan birçok çalışmanın temelini oluşturan yatırımcı eğilimleri, bireylerin karar verme aşamasında etkilendikleri psikolojik etmenlerden oluşmaktadır. Bu bölümde bireylerin etki altında kaldığı Bilişsel, Duygusal ve Sürü davranışı eğilimleri ele alınacaktır.

<sup>166</sup> Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s. 138.

<sup>167</sup> Büyükaslan, a.g.e., s. 62.

<sup>168</sup> Hong ve Stein, a.g.e., s. 2146-2168.

### 2.6.1.Bilişsel Eğilimler

Yatırımcıların bilişsel eğilim içinde bulunmaları, yeteneklerinin üst düzey olduğu düşüncesine kapılmalarına, kendilerine duydukları güveni aşırı bulmalarına, yatırımlarını kendi bildiği şirket veya aşına oldukları şirketler üzerine gerçekleştirmelerine neden olmaktadır. Ayrıca, güncel bilgileri görmezden gelip sahip oldukları eski bilgilere yoğunlaşmalarına, çok bilgi sahibi olduklarında kendilerinin profesyonel bir yatırımcı olarak düşünmelerine ve sadece sahip oldukları görüşler ile tutarlı olan diğer yatırımcı görüşlerine inanmalarına neden olmaktadır. Bahsi geçen bu eğilimlerde tam olarak ortadan kaldırılması beklenmese de, zaman içerisinde elde edilecek olan tecrübeler, eğitimler, uzmanlaşma ve disiplinli hareket tutumları kısmen de olsa eğilimlerin azaltılmasına yardımcı olacaktır.<sup>169</sup> Bu bölümde yatırımcıların sergilemiş oldukları bilişsel eğilimler ele alınacaktır.

#### 2.6.1.1.Aşırı Güven Eğilimi

İnsanlar genel olarak kendilerinin öngördüğü tahminler, inançlar ve yeteneklerini diğer insanlara kıyasla daha fazla görmektedir. Bu nedenle kendilerince oluşturmuş oldukları beklentilere önem göstermekte ve aşırı güven duymaktadırlar. Finansal açıdan bu durum değerlendirildiğinde ise yatırımcılar piyasadaki diğer yatırımcıların vermiş oldukları kararlara göre kendi yatırım kararlarına bir hayli fazla güvenmektedir. Aşırı güven eğilimi gösteren yatırımcılar, piyasa içerisindeki verilerin iyi olması durumunda gerçekleştirecek oldukları yatırımlarının üzerinde satın alma işlemi gerçekleştirirken, kötü bir sinyal almaları durumunda ise satış işlemlerini fazlaştırmaya başlayan yatırımcılar olarak bilinmektedir.<sup>170</sup>

Rasyonel varsayılan yatırımcı, yatırımlarını gerçekleştirirken beklenen getirileri işlem maliyetlerini aştığında alım satım işlemi yaparlar. Ancak aşırı güven duygusundaki bir yatırımcı için önemli olan inançları ve bilgisi olduğundan beklenen getiriyi abartması nedeni ile beklenen getirileri negatif olması durumunda bile işlem yapabilir.<sup>171</sup>

<sup>169</sup> Engin Küçükşille ve Hayrettin Usul, 'Bilişsel Önyargılar ve Yatırımcı Kararlarına Etkileri', Yalova Sosyal Bilimler Dergisi, S. 4, 2012, s.24.

<sup>170</sup> Albert Wang, 'Overconfidence, Investor Sentiment, And Evolution', *Journal Of Financial Intermediation*, Vol.10, Iss.2,2001, s.138-170.

<sup>171</sup> Brad M. Barber and Terrance Odean, 'Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment', *The Quarterly Journal Of Economics*, Vol.116, Iss.2, 2001, pp.261-292.



Moore vd. (1999), aşırı güven eğilimini ölçme amacı ile gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında yatırımcılar üzerinde yapılan çalışmada yatırımcıların çoğunun finansal yatırım kararları esnasında kendilerinde bulunan yeteneklerin ortalama yatırımcılardan daha yüksek olduğunu söylemişlerdir. Aynı şekilde yapılan bir çalışmada ise araç sürücülerinin %80'i sürüş yeteneklerinin diğer araç sürücülerinin ortalamasından daha yüksek olduğunu iddia etmişlerdir.<sup>172</sup>

### 2.6.1.2.Aşırı İyimserlik Eğilimi (Optimizm Önyargısı)

Aşırı iyimserlik eğilimi bazı kaynaklarda ise optimizm önyargısı olarak karşımıza çıkar. Bu eğilim insanların karşılaştıkları durumlar ile ilgili her şeyin kendi arzu ve isteklerine göre meydana geleceği ve her şeyin çok güzel ve akıcı olacağı düşüncelerine kapılmalarıdır. Aşırı iyimserlik eğilim içersindeki bireyler genel olarak istedikleri durumların gerçekleşme olasılığını yüksek, istemediklerini ise çok düşük olarak görmektedirler.<sup>173</sup>

Bu eğilimdeki insanlar, kendilerini diğer insanların gördüğünden daha iyi durumda olduğu şeklinde düşünmeye sahiptir ve kendilerine kötü bir olayın ya da durumun gelme olasılığını çok düşük görmektedirler. Bireyler genel olarak tahlisiz bir durum ile karşılaşma durumunda kendilerini şanslı kabul ederler. Bu duruma psikolojide gerçek dışı olan iyimserlik olarak bilinmektedir. Psikoloji üzerine gerçekleştirilen bir çalışma neticesinde; uzmanlık ve kontrol durumunun abartılı algı ya da gerçek dışı iyimserliğin insanların düşünce sisteminde normal bir özelliği olarak görüldüğü sonucuna varılmıştır.<sup>174</sup>

Aşırı iyimserlik eğilimi ve aşırı güven eğilimine yönelik olarak gerçekleştirilen ve bilinen en temel psikolojik araştırma araba sürücülerinin kendi sürüş becerileri ile ilgili sergiledikleri tutum olarak bilinmektedir. Bireyler genel olarak kendilerini mevcut durumlarından daha becerikli ve yetenekli olarak kabul ederler.<sup>175</sup>

<sup>172</sup> Don A. Moore vd. 'Positive Illusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions', *Organizational Behavior and Human Decision Process*, Vol. 79, Iss.2, 1999, pp. 95-114.

<sup>173</sup> Sümeyra Gazel, *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*, Detay Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 18.

<sup>174</sup> Shelley E. Taylor and Jonathan B. Brown, 'Illusion And Well-Being: A Social Psychological Perspective On Mental Health', *Psychological Bulletin*, Vol.103, Iss.2, 1998, s.193-210.

<sup>175</sup> Daniel Kahneman and Mark W. Riepe, 'Aspects of Investor Psychology', *The Journal of Portfolio Management*, Vol.24, Iss.4, 1998, s.54.

Aşırı iyimserlik ve aşırı güven eğilimlerini aynı anda gösteren bireyler, bilgilerini aşırı tahminlerde bulunmaya, risk derecelerini düşük olduğu yönünde tahminlerde bulunulmasına neden olmaktadır. Bununla beraber karşılaşacakları herhangi kötü veya iyi bir durumu kontrol edebilirliğini abartmalarına ve hatalı bir tahmin gerçekleştirildiği göz önüne çıktığında ise bireyler genel olarak şaşırılmamakta ancak bu durumu içselleştirmelerine yol açmaktadır.<sup>176</sup> Bu iki eğilimi birlikte barındıran yatırımcılar, gerçekleştirecek oldukları yatırım kararlarında en iyisini ve en doğrusunu kendilerinin düşündüklerini ve buna binaen herhangi bir olumsuz durumla karşı karşıya geldiklerinde ise bunu dış etmenlere püskürterek kendi hatalarını görmezden gelmiş olurlar.

### 2.6.1.3. İnançta Israrcılık ve Kendini Doğrulatma Eğilim

İnsanların birçoğu geçmişteki mevcut olan bilgi ve inançlarını koruma güdüsü duyarlar. Kendilerinin inanmış oldukları kararları her zaman destekleyici şekilde kanıtları bulmaya ve buldukları bu kanıtları ise abartma eğilimlerinin yanında, inançlarına karşı olan görüşlere karşı kayıtsız kalmaktadırlar.<sup>177</sup> Başka bir ifade ile insanlarda algıda seçiciliğin oluşmasına neden olan bu eğilim, daha önce var olan hipotezleri ile herhangi bir şekilde örtüşen yeni bir bilgi ile karşılaşması durumunda var olan hipotezin derinleşmesine neden olurken, hipoteze ters gelen yeni bir bilgiyi ise göz ardı edilmesine neden olmaktadır.<sup>178</sup> Bununla birlikte bu eğilim insanlarda saygınlık güdüsü ile de ilişki içersindedir. Nedenini bir örnek vererek açıklayacak olursak, bu eğilimi gösteren yatırımcı bir birey, gerçekleştirmiş olduğu menkul kıymet yatırımlarından herhangi bir şekilde zarar etmesi, menkul kıymetin değer kaybetmesi gibi bir durumu içersinde dahi sahip olduğu menkul kıymeti elden çıkarmak istemez. Menkul kıymet elden çıkarması demek güvenin sarsılması kaybetmeyi kabullenmesi olarak görülmesinden kaynaklanmaktadır.<sup>179</sup> Bu ve bunun gibi nedenlerden dolayı bireyler daha önceki hipotezlerini destekleyen bilgilere çok

<sup>176</sup> Kahneman and Riepe, a.g.e., s.54.

<sup>177</sup> Kenneth L. Fisher and Meir Statman, 'Cognitive Biases in Market Forecasts', *The Journal of Portfolio Management*, Vol.27, Iss.1, 2000, s. 74.

<sup>178</sup> Berna Bülbül, *Risk Ve Getiri Kavramlarına Farklı Bir Yaklaşım: Davranışsal Finans Ve İmkb Üzerine Bir Uygulama*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008, s. 34.

<sup>179</sup> Döm, a.g.e., S.74

fazla önem verirken hipotezin hatalı olduğunu gösteren bilgileri ise değerlendirme dışına çıkarırlar.<sup>180</sup>

#### 2.6.1.4.Geri Görüş Eğilimi

Geri görüş eğilimi yargılama esnasında sıklıkla karşılaşılan olgulardan bir diğeridir. Bireylere bilgi sağlanan bir olayın gerçekleşmesi durumunda kendi inançlarını abartma durumu geri görüş eğilimi ile açıklanmaktadır.<sup>181</sup>

Fischhoff (1975), bu eğilimi şu şekilde açıklamıştır: (a) algılanan durumun gerçekleşme olasılığı artış gösterdikçe neticenin oluşmasına ilişkin raporlamada artış göstermektedir. (b) neticeye ilişkin bilgi edinen bireylerin birçoğu algılarında bir değişme olduğunun farkında değildir.<sup>182</sup> Bu durumu daha açık ifade edecek olursak Fischhoff tarafından “ben zaten biliyordum” eğilimi olarak da bilinen bu etki, insanlar bir olayın oluşmasından ve sonuçlanmasından sonra “belliydi zaten” veya “böyle olacağını zaten biliyorduk” gibi eğilimler göstermektedir. Seçimleri kazanan politikacılar “belliydi zaten” tarzında açıklamalarda bulunurlar. İnsanlar ya da yatırımcılar bir durum karşısında, herhangi bir varsayımları bulunmamasına karşın, olayın meydana gelmesinden sonra bu durumun neticesinin kaçınılmaz bir sonuç gibi yorumlar içinde bulunmaları bu eğilime sahip olduklarını göstermektedir.<sup>183</sup>

#### 2.6.1.5.Aşına Olma Eğilimi

Davranışsal finans alanının yapılan çalışmalar ve araştırmalar neticesinde bireylerin daha önceden bildikleri veya aşına oldukları durumlar ve olaylara bilmedikleri ve duymadıkları olay ve durumlara tercih ettikleri tespit edilmiştir. Bireyler tercih durumu söz konusu olduğunda buldukların bölgenin spor takımların veya mevcutta çalışmakta oldukları işyerlerinin hisselerine yatırımlarını gerçekleştirme eğilimi gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcılar veya insanlar risk söz konusu olduğunda çok az dahi olsa duydukları bildikleri seçimlere

<sup>180</sup> Kent Daniel and Sheridan Titman, ‘Market Efficiency in an Irrational World’, *Financial Analysts Journal*, 1999, s. 28-40.

<sup>181</sup> Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s. 279

<sup>182</sup> Baruch Fischhoff, ‘Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty’, *Journal of Experimental Psychology*, Vol.1, Iss.3, 1975, s. 288-299.

<sup>183</sup> Matthew Rabin, ‘Psychology and Economics’, *Journal of Economic Literature*, Vol.36, Iss.1, 1998, s. 11-46.

yönelirler. İnsanlar kazanma olasılıklarının az, riski yüksek fakat aşına oldukları seçimlere yönelmektedirler. İşte bu duruma aşına olma eğilimi denmektedir.<sup>184</sup>

Bu eğilim belirli hisseler gereğinden fazla yatırım yapılmasına ve bu nedenle portföy çeşitlendirmesi durumunu kısıtlamaktadır. Riskin algılanma derecesini olduğundan daha düşük göstermekte ve bununla birlikte çeşitlendirmeyi engellemeye yol açmaktadır. Gerçekleştirilen araştırmalar neticesinde yalnız bireysel yatırımcıların bu sorunla karşı kaşıya olamadıkları, yatırımcıların profesyonel bilgi kaynaklı ve analiz yöntemlerine sahip olmalarına rağmen bu eğilimi göstererek yerel şirketlere yatırım yapma eğilimi sergiledikleri görülmüştür.<sup>185</sup>

#### **2.6.1.6. Tutuculuk (Muhafazakarlık) Eğilimi**

Barberis, shleifer ve Vishy'ye (1998), göre yatırımcıların göstermiş oldukları eğilimlerden bir tanesi de tutuculuk eğilimidir. Bu eğilim yatırımcıların yeni bilgi ve gelişmelere karşı gösterecekleri reaksiyonların yavaşlamasına sebep olmaktadır. Tutuculuk eğilimi yatırımcılar üzerinde kısa vadede düşük reaksiyon göstermelerine, uzun vadede ise temsillik eğilimi ile birlikte geri dönüşlere sebebiyet vermektedir.

Edward'ın gerçekleştirmiş olduğu çalışmalar ve uyguladığı deneyle tutuculuk eğilimi, yatırımcıların daha önce sahip oldukları bilgilere yenileri gelemesi durumunda duymuş oldukları yeni bilgileri çok önemsemediklerini belirtmiştir.<sup>186</sup> Eğer yatırımcıların tutuculuk eğilimleri bu şekilde devam ederse, fiyatlar bilgiye dayalı olarak yavaş bir vaziyette düzelecektir. Fakat bilgi tam olarak fiyatlara dahil edilmesi durumunda, hisse senetlerinin getiri ile ilgili daha fazla tahmin yapılamayacaktır.<sup>187</sup>

#### **2.6.1.7. Öncelik, Sonralık Ve Sulandırma Eğilimi**

Bu eğilim türü kişilere bilgiler sunulması durumunda bu bilgilerin geliş sırası verecek oldukları kararları etkilemektedir. Diğer şartların aynı olması durumunda ilk gelen bilginin kişilerin üzerinde daha etkili olması durumuna öncelik etkisi

<sup>184</sup> John R. Nofsinger, *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What To Do About It*, Prentice Hall Inc., United States of America, 2001, s.117.

<sup>185</sup> Gazel a.g.e. s.43.

<sup>186</sup> Küçüksille ve Usul, a.g.e., s.28.

<sup>187</sup> Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman, 'Profitability Of Momentum Strategies: An Evaluation Of Alternative Explanations' *The Journal Of Finance*, Vol.54, Iss.2,2001, s.699.

denilmektedir. Ash (1946) bireyler üzerindeki öncelik etkisini incelemek amacıyla aşağıda vereceğimiz bilgi doğrultusunda bir çalışma gerçekleştirmiştir.

1. Ali zeki, çalışkan, düşünmeden hareket eden, eleştiren, inatçı ve kıskanç biridir.
2. Ali kıskanç, inatçı, düşünmeden hareket eden, çalışkan ve zeki biridir.

Yukarıdaki cümlelerin ikisinde aynı bilgiler içermesine rağmen, ilk cümle diğer cümleye göre Ali'nin pozitif değerlendirilmesine neden olmuştur. Bunun sebebi ise, ilk cümlede Ali'nin pozitif durumları belirtilmesinden kaynaklanmaktadır. Sonralık etkisi ise; öncelik etkisinin tam tersi durumudur. Yani en son bilginin bazen en çok ve etkili olduğu belirtilmiştir. Sonralık etkisinin, öncelik etkisine göre daha yaygın olduğu öne sürülmektedir. Örneğin; bir analistin değerlendirilmesinde bu durumla karşılaşılabilir. Analistin performanslarının toplamından ziyade en son gerçekleştirmiş olduğu performansına göre değerlendirilmesi şeklinde ifade edilebilir. Sulandırman etkisi ise; ilişkisi bulunmayan bir bilginin yargılama veya düşünmeyi zayıflatma etkisi olarak tanımlanmaktadır. Bireylerin yatırım kararlarını verirken ilişkisi bulunmayan bilgilerin kararlarını belirleyici bir şekilde etkilediği sıkça bilinmektedir.<sup>188</sup>

#### **2.6.1.8. Temsiliyet (Temsil Edilebilirlik) Eğilimi**

İlk kez Kahneman ve Tversky (1972) tarafından ortaya çıkarılan bu eğilim insan beyninin, benzeş özellikler barındıran şeylerin büyük oranda bezer olduğu yönünde varsayımda bulunmaktadır.<sup>189</sup> Temsil edilebilirlik eğiliminde bulunan bireyler yatırım kararında bulunurken dikkatleri en çok üzerine çeken unsurlara daha fazla ağırlık verirken bunların istatistiki dağılımlarına ise çok az önem vermeleri olarak ifade edilmektedir.<sup>190</sup> Temsiliyet eğilimi bireyleri rasyonellikten uzaklaştıran bir takım sebeplere yol açmaktadır. Bunlar;<sup>191</sup>

- Küçük sayılar kanunu; örnek bir grup içersinden küçük bir bölümünü baz alarak tahmin yapılmasıdır. Örneğin birkaç muhasebeci veya emlak danışmanının yüksek kazançlarına bakarak muhasebeci ve emlak

<sup>188</sup> Döm, a.g.e., s. 86-88.

<sup>189</sup> Daniel Kahneman and Amos Tversky, 'Subjective Probability: A Judgment of Representativeness', *Cognitive Psychology*, Vol.3, 1972, s. 430-454.

<sup>190</sup> Ülkü, a.g.e., s.106.

<sup>191</sup> Karaca, a.g.e., s.83.

danışmanlarının iyi bir kazanca sahip olduğu inancına kapılması olarak tanımlanmaktadır.

- Kumarcı yanılıgısı; aynı şekilde sonlanan bir seri bağımsız denemeden hemen sonra serinin sonlanacağını ve tersi bir sonucun geleceğine dair oluşan inanç şeklinde tanımlanmaktadır. Örneğin; yazı tura oyununda seri halde üç kez tura gelmesi durumunda bir sonraki tahminin yazı geleceği yönünde varsayımda bulunması durumudur. Bu yanılıgının tam tersi durumu ise “Sıcak El Yanılıgısıdır”. Bu yanılıgı ise üst üste birkaç başarılı atış yapan bir oyuncunun bir sonraki atışının sayıya dönüşme şansının yüksek olasılıklı görülmesi durumudur.
- Temel oran yanılıgısı; bireylerin değerlendirme sürecinde temel oran bilgilerini yani genel kabul görmüş veya geçerli sayılan bilgileri kullanmayarak bunun yerine değerlendirme aşamasında durumun ayırt edici özelliklerini ön planda tutarak değerlendirmesi şeklinde tanımlanmaktadır.

Temsil edilebilirlik eğilimi yatırımcıların ilişkili olması durumunda dahi başka bilgileri reddetmesi anlamını içermektedir. Bu eğilim kişilerin ön yargılı ve bununla beraber yanlış kararlara sürüklemektedir. Dolayısıyla da finansal piyasalar içinde yatırımlarını gerçekleştiren yatırımcıların kazanç sağlama fırsatlarını engellemekte ve yatırımcıları rasyonellikten uzaklaştırmaktadır.

#### **2.6.1.9.Çıpalama / Demirleme Etkisi**

Bireylerin referans olarak aldıkları bilgilerinden tahminlerini etkilemesi durumu çıpalama etkisi olarak tanımlanmaktadır. Bu etki türü üç aşamada gerçekleşmektedir. Birinci aşama, bireyler bilgiye ulaşır ve ulaşılan bilgilerin arasından bir seçim gerçekleştirir. İkinci aşama ise, seçmiş olduğu bilgiyi birleştirir ve üçüncü aşamada da bir cevap oluşturmaktadır.<sup>192</sup>

Örneğin; yatırımcı bir bireyin elinde mevcut olan bir hisse senedinin değerinin 8.50 seviyesinden dönüp 8.30 seviyesine düştüğünde, yatırımcı 8.50 seviyesinde tekrar çıktığında satma eğilimi gösterecek ve bu seviye yatırımcı için direnme/dayanma seviyesi olarak belirlenecektir. Hissenin değeri 8.30 seviyesinden aşağı yönlü eğilimde bulunup 8.10 seviyesine düşüp oradan birkaç kez yükselme eğilimi göstermesi durumunda artık yatırımcı için referans noktası 8.30 seviyesi değil

<sup>192</sup> Kıyılar ve Akaya a.g.e., s.270.

8.10 seviyesi olarak belirlenecektir. Yani yatırımcı alacak olduğu yatırım kararını 8.10 seviyesinde çıpalanmış/demirlemiş olacaktır ve hisse senedinin satış işlemini bir önceki en yüksek seviyede sat noktası olarak düşüncesinde bulunacaktır. Bu durumun sebebi ise; hisse senedinin değerinin yeniden yukarı yönlü hareket edeceğini düşünmesindedir.<sup>193</sup>

#### **2.6.1.10.Mevcudiyet Eğilimi**

İlk kez Tversky ve Kahneman (1974) tarafından ortaya çıkarılan mevcudiyet eğilimi bazı kaynaklarda akla geliş kolaylığı eğilimi olarak da bilinmektedir. Finansal piyasalarda sıkça karşılaşılan yatırımcı eğilimlerinden birisi konumundadır. Mevcudiyet eğilimi, “herhangi bir olgunun olasılığını veya frekansını belirlemek amacıyla söz konusu olay ile ilişkili örneklemelerin ilk akla gelme durumu” şeklinde tanımlanabilmektedir.<sup>194</sup>

Bireylerin geleceğe ilişkin gerçekleşmesini bekledikleri olaylar ile ilgili öngöründe bulunurken geçmiş dönemlerde yaşamış oldukları tecrübelerden yararlanmayı ummaktadırlar. Örneğin, orta yaşlı bir bireyin kap krizi geçirme olasılığına ilişkin bir tahminde bulunmaları durumunda, geçmiş dönemlerde çevresindeki kişileri arasından kalp krizi geçirenler olmuş ise onları anımsaması durumu olarak bu eğilim türü açıklanabilir.<sup>195</sup>

#### **2.6.1.11.Çerçeveleme Eğilimi**

Çerçeveleme eğilimi veya yanılıgısı yatırımcıların karar verme aşamasında, olayların sunuş biçimden etkilenerek değişik ifade biçimlerine göre farklı reaksiyonlar göstermelerini ifade eden bir bilişsel eğilim olarak tanımlanmaktadır. Kahneman ve tversky (1981) tarafından gerçekleştirilen “The Framşng Of Decisions And The Psychology Of Choice” adlı çalışmalarında aynı sorun farklı biçimlerde çerçeveselenmesi durumunda, karar verme algısını yöneten psikolojik prensiplerin ve çıktılarının tahmin edilebilir farklılıklar sergilediklerini ifade eden çerçeveleme eğilimini literatüre dahil etmişlerdir. İnsanlar seçim aşamasında tüm seçenekler üzerinde rasyonel ve tutarlı değerlendirmelerde bulunmamakta, seçenekler arasından

<sup>193</sup> Nazlı Gamze Sansar, ‘Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Finans Yaklaşımına’, *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.3, S.2, 2016, s.144.

<sup>194</sup> Amos Tversky and Daniel Kahneman, ‘Judgment Under Uncertainty: Heuristics And Biases’, *Science*, Vol. 185, Iss. 4157,1974, s.1127.

<sup>195</sup> Tversky and Kahneman, a.g.e., s.1127.

ilgilerini çeken bazı seçenekleri çerçeveleyip onlar arasından kararlar almaya çalışmaktadırlar.<sup>196</sup>

Kahneman ve Tversky bir deneyle bu eğilim ile ilgili tespitlerde bulunmuşlardır. ABD’de 600 insanın ölümüne neden olacak bir hastalık iki farklı deney grubuna farklı senaryolar ile sonuçları aynı olacak şekilde aktarılmıştır. Birinci gruba, A programının uygulanması durumunda 200 kişinin hayatta kalacağı, B programının uygulanması durumunda da 600 kişinin hayatta kalma olasılığının 1/3, tüm hastaların ölme ihtimalinin ise 2/3 olacağı aktarılmıştır. İkinci gruba C programının uygulanırsa 400 kişinin öleceği, D programının uygulanması durumunda ise hastalardan hiç birinin ölmeme olasılığının 1/3 olacağı, tüm hastaların ölme olasılığının ise 2/3 olacağı söylenmiştir. Yani aynı problem birinci gruba hayatta kalma çerçevesi ile ikinci gruba ise ölme çerçevesiyle sunulmuştur. Çalışmanın sonucunda birinci grubun %72 oranında A programını, ikinci grubun ise %22 ile B programını tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Programların her ikisi de aynı sonuca götürürken olumlu çerçeve ile sunulan seçenek daha fazla tercih edilmiştir.<sup>197</sup>

#### **2.6.1.12.Zihinsel Muhasebe (Akli Muhasebe)**

Zihinsel veya akli muhasebe olarak literatüre geçen bu davranışsal eğilim Richard Thaler tarafından kazandırılmıştır. Bireyin ekonomik anlamada verecek olduğu kararlarını gerçekleştirme eğiliminde bulunurken bir ürünün öncelikle aklından geçen değerini belirlemesi ve bu ürünü bir kategori içersine dahil etme eğilimi göstermesi zihinsel muhasebe olarak tanımlanmaktadır. İnsanlar ekonomik bir durumu zihninde kategori içersine yerleştirdiklerinde bu ekonomik durum ile alacak oldukları kararlarını bu kategori etrafında değerlendirmelerini gerçekleştirmektedirler. Thaler, bireylerin paranın nasıl elde edildiği, ne şekilde korunduğu ve nasıl harcandığına bakarak zihinlerinde kategorize etme eğilimi gösterdiklerini belirtmiştir. Bu nedenle, bireylerin parayı nasıl kazandığı, nerede kazandığı ve muhafaza edilme süresi nasıl harcayacaklarını etkilemektedir.<sup>198</sup>

<sup>196</sup> Sefil ve Çilingiroğlu, a.g.e., s.250.

<sup>197</sup> Daniel Kahneman and Amos Tversky, ‘Choices, Values, And Frames’, *American Psychological Association*, Vol. 39, Iss. 4, 1984, s.343.

<sup>198</sup> Richard Thaler, ‘Mental Accounting Matters’, *Journal Of Behavioral Decision Making*, Vol.12, Iss.3, 1999, s.184.



Muhasebe, işlemlerin sınıflandırılması, özetlenmesi ve kaydedilmesinden sonra ortaya çıkan sonuçların analiz edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak zihinsel muhasebe bireylerin davranışlarını incelemek sureti ile ortaya çıkarılabilmektedir. Zihinsel muhasebe birey davranışlarını göz önünde bulundurduğunda üç temel ilke meydana gelmektedir.<sup>199</sup>

- Birinci ilke, kararların nasıl alındığını, nasıl değerlendirildiğini ve sonuçları anlamayı barındırmaktadır.
- İkinci ilke, bireylerin gerçekleştirmiş oldukları gelir ve giderlerin ayrılması durumu ile birlikte gelir ve giderlerin içinde barındırdıkları kategorileri içermektedir.
- Son ilke ise, zihinde gerçekleştirilen hesapların zaman aralıkları ile ilgilidir. Bu aralıklar günlük, haftalık, aylık veya yıllık olabilmektedir.

#### **2.6.1.13.Kontrol Yanılması**

Bireylerin şanslarına bağlı olan durumların sonuçları değiştirebilecekmiş yanılığısına düşmeleri, inanmaları ve bu doğrultuda hareket sergilemeleri Kontrol Yanılığı olarak ifade edilmektedir. Bu yanılığ ile birlikte sonuçları değiştirebileceği düşüncesi aşırı güven oluşumunu da arttırmaktadır. Bireylerin kişisel becerilerine dayalı bulunan başarılarında kontrol sağlanabilirken, şansa veya tesadüfi olarak gerçekleşen başarıları ise kontrol altına alınamaz. Bununla birlikte bireylerin şans ve beceri arasındaki farklılığı ayırt etme konusunda pek başarılı olamadıkları görülmektedir. Bu durum neticesinden dolayı da kontrol yanılması ortaya çıkmaktadır.<sup>200</sup>

Langer (1975) gerçekleştirmiş olduğu bir deneysel çalışmasında bir para atımı oyunu esnasında bir yazı ya da tura gelme olasılığının %50 olmasına karşın, insanlara önceki gelen sonuçların gösterilmesi durumunda yatırmış oldukları para miktarının da arttığı, ancak sonuçlar gizlendiğinde ise yatırdıkları para miktarının azaldığı gözlemlenmiştir. Burada insanlar hatalı bir şekilde sonuçlar ile ilgili bir bilgi aldıklarında sonuçları kontrol edebileceklerine inanmaktadır. Gerçek olan ise geçmiş

<sup>199</sup> Thaler, a.g.e., s.184.

<sup>200</sup> Döm, a.g.e., s.65.

sonuçların ne olduğunun önemsizliğidir. Bunun nedeni, yazı veya turanın her zaman gelme olasılığı %50 olacağı ve bunun değişmeyeceğidir.<sup>201</sup>

Kontrol yanılmasını arttırıcı bazı etmenler vardır. Bunlar:<sup>202</sup>

- **Seçme:** Aktif olarak gerçekleştirilen bir seçim hatalı bir şekilde kontrol altına alınacağı düşüncesidir. Mesela; bir sayı oyununda kişiler rastgele verilen sayılardan ziyade sayıları kendisinin seçerek kazanma şansının daha yüksek olacağına inanmaları durumu kontrol yanılmasının daha fazla olmasına sebep olmaktadır.
- **Sonuç Dizimi:** Geçmişte oluşan olumsuz sonuçlara kıyasla olumlu sonuçlar daha çok kontrol yanılmasına neden olmaktadır. Örneğin; boğa durumundaki piyasadan erken kazanç elde edilmesi kontrol yanılmasının artışına neden olmaktadır.
- **Aşına Olma:** Bireyler arasında gerçekleşen iletişim ve bazı şirketler ile ilgili düşünceleri, bahsi geçen şirketlere karşı bir aşına olma durumu oluşturmakta ve buda kontrol yanılmasını arttırmaktadır.
- **Bilgi:** Bireyler bilginin genel olarak doğruluğuna yanlışlığına bakmaksızın bilgiyi muhafaza ederler. Bu durumda elde edilen bilgi miktarının artması ile kontrol yanılmasının da arttığını göstermektedir.
- **Aktif Katılım:** Bireyler bir işe ne kadar çok dahil olurlarsa kontrol yanılmaları da bir o kadar artmaktadır. İnsanların ellerinde para miktarı arttıkça kazanma ihtimallerinin de daha fazla olacağına inanmaktadırlar.

### 2.6.2.Duygusal eğilimler

Duygusal eğilimler, bireyin bilgiyi kaydetme noktasında hislerini kullanma yönünü ön plana çıkarmaktadır. Duygusal eğilimlerin yatırımcı davranışlarındaki etkinliği çok önemli olmasına rağmen, ölçülebilme durumu ise oldukça zordur.<sup>203</sup> Bu bölümde yatırımcıların sergilemiş oldukları duygusal eğilimler ele alınacaktır.

<sup>201</sup> Küçüksille ve Usul, a.g.e., s.30.

<sup>202</sup> Döm, a.g.e., s.65.

<sup>203</sup> Hayta, a.g.e. s.342.

### 2.6.2.1. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Kısaca pişman olma, alınan yanlış bir kararda duyulan üzüntü olarak tanımlana bilmektedir. Pişmanlığın bireylerin almış oldukları kararlar üzerinde önemli bir etkisi vardır. Bu nedenle, pişmanlık korkusu veya pişmanlıktan kaçınma teorisi, kişilerin yanlış davranışları ve bu duruma karşı sergilemiş oldukları duygusal reaksiyonlar üzerinde durmaktadır.<sup>204</sup> Yatırımcılar ellerinde bulunan ve değer kaybeden hisse senetlerini geciktirerek satarken buna karşın kazanç elde ettikleri hisseleri bir an önce satma eğilimi göstermektedirler. Bu durum ise literatürde pişmanlık teorisi olarak yer almaktadır.<sup>205</sup>

Yatırımcılar gerçekleştirmiş oldukları yatırımların kötü sonuçlara doğru gitmeleri durumunda pişman olmamak adına ve kaybı kabullenmek istememeleri nedeni ile değer kaybeden hisseleri ellerinde tutmaya devam ederler. Yatırımcıların bu kayıplarını kabul etmeme istekleri ise durumu daha kötüye doğru götürmektedir. Bununla birlikte değer kazanmaya başlayan hisselerini ise değerlenmelerini daha fazla beklemeden elden çıkaran yatırımcılar, gurur duyacakları eylemi hemen yaşamak ve kardan zarar etmemek için yani pişmanlıktan kaçınma eğilimi içersine girmektedirler.<sup>206</sup>

### 2.6.2.2. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi (Ellsberg Paradoksu)

1961 tarihinde Daniel Ellsberg tarafından ortaya atılmış bir kavram olup literatürde Ellsberg Paradosu olarak da bilinmektedir. Ellsberg, gerçekleştirdiği bir deneyde katılımcılara iki kuram sunup bunlardan birisini tercih etmelerini istemiştir. (a) bir torbanın içinde 50 kırmızı ve 50 siyah top vardır. (b) bir torbada 100 top vardır. Bahis de bir kırmızı ve bir siyah top çekmeleri istenir ve katılımcıların ilk torbayı yani (a) seçeneğinden top çekerek bahse girdikleri tespit edilmiştir.<sup>207</sup> Burada katılımcılar belirsizlik ve belirli bir durum içersinden az şanslarının olma olasılığı dahi olsa (a) torbasını seçerek belirsizlikten kaçınma eğilimi sergiledikleri neticesine ulaşmıştır.

<sup>204</sup> Döm, a.g.e., s.90.

<sup>205</sup> Barak, a.g.e., s.117.

<sup>206</sup> Mehmet Burak Kahyaoglu, 'Yatırım Kararlarına Etki Eden Çeşitli Duygusal Ve Psikolojik Faktörlere Maruz Kalma Düzeyi Üzerinde Cinsiyetin Rolü: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama', *Ekonomik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.7, S.1, 2011, s.34.

<sup>207</sup> Daniel Ellsberg, 'Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms', *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.16, Iss.4, 1961, pp.659.

### 2.6.2.3.Bilişsel Çelişki

Leon Fettinger (1957) tarafından geliştirilen bu kuram, kişilerin inançları veya davranış eğilimleri birbirleri ile uyumsuzluk göstermesi durumu olarak tanımlanmaktadır. Hatalı inançların oluşturduğu bir tür pişmanlık durumu olarak bilinmektedir. Beyin birbiriyle uyuşmayan iki durum içerisine girmekten kaçınır ve gelen bilgilere filtreleme gerçekleştirir. Bilişsel uyumsuzluk düzeltme esnasında ilk gelen tutarsızlık akıl durumudur. Bilişsel çelişki ortaya çıktığında bireyin davranışında veya bilişinde değişiklikler yaparak meydana gelen çelişkiyi azaltmaya çalışacağı olarak ifade edilir.<sup>208</sup>

Geçmişte alınan kararların haklı olduğu yönünün deki uygulanan baskı bilişsel çelişki olarak açıklanır. Bu eğilimi gösteren bir yatırımcı geçmişte almış olduğu bir hisse senedinin değer kaybetmesi durumunda “zarar içindeyim” düşüncesine kapılmakta ve bu düşünce “bu hisse senedini kar amacıyla almıştım” düşüncesi ile çelişki göstermeye başlamaktadır. Meydana gelen bu durum ile birlikte yatırımcı çelişkiyi üzerinden atmak ister ve “yatırımım tekrar değer kazanacak” veya “değer kaybı geçici bir durum” düşüncesine kapılarak kendine yeni bilişsel çelişkiler oluşturmaya başlayacaktır.<sup>209</sup>

### 2.6.2.4.Kayıptan Kaçınma Etkisi

İnsanların almış oldukları kararların doğru çıkması durumunda nasıl ki gurur duyuyorlarsa kararlarının yanlış olması durumunda ise pişmanlık duymaları muhtemeldir. Kahneman ve Tversky (1979), Beklenti Teorisini ortaya çıkarırken kurumsal fonksiyonu ile bireylerin kayıp ve kazanç ikilemine karşı sergilemiş oldukları tutumları değerlendirmiş ve kayıpların ortaya çıkardığı acının kazançların ortaya çıkardığı mutluluk ve sevinçten çok daha fazla hissedildiğini belirtmişlerdir. Örneğin; 10.000 \$ lık bir yatırımın sonucunda kaybetme durumunda duyulacak olan üzüntü, tam tersi durumda yani 10.000 \$ lık bir kazançtan meydana çıkacak olan mutluluğa kıyasla çok daha fazla olacaktır.<sup>210</sup>

Bu kuramın bir başka neticesi de kayıptan kaçınma, kaybetme olasılığının kazanma olasılığından daha kuvvetli bir motivasyon kaynağı olmasıdır. Bununla

<sup>208</sup> Ateş Bayazıt Hayta, ‘Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar’, *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.18, S.3, 2014, s.343.

<sup>209</sup> Hayta, a.g.e., s.343.

<sup>210</sup> Küçük, a.g.e., s.112.

birlikte Nofsinger (2001), yatırımcılar gerçekleştirmiş oldukları yatırımları sonucunda bir kayıp ortaya çıkması durumunda nedeni kendi kontrollerinin dışında bir nedene bağlamaları durumunda hissettikleri pişmanlık ve üzüntünün hafifleyeceğini ifade etmişlerdir.<sup>211</sup>

### 2.6.2.5.Statüko Eğilimi

Yatırımcıların karşılarına gelen yatırım alternatifleri karşısında tepkisiz kalması, daha önce veya mevcut bulunan yatırımlarını koruma eğiliminde bulunmaları, kişilere sunulan yeni seçeneklerin görmezden gelinilmesi durumu statüko eğilimi olarak tanımlanmaktadır.<sup>212</sup>

Agnew ve diğerleri (2003), gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında, 7.000 civarında incelemiş oldukları emeklilik yatırım hesabında, varlık yatırımlarının çoğunluğunda ya %0 ya da %100 oranında hisse senedine yatırıldığı ve portföylerin tekrar düzenleme işlemine nadiren başvurulduğu, yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları yatırımları ise koruma eğiliminde buldukları gözlemlenmiştir.<sup>213</sup>

### 2.6.3.Sürü davranışı (Psikolojisi)

Sosyal bir eğilim olarak kabul edilen sürü davranışı, insanların temel olarak kabul edilen içgüdülerinden kaynaklanan diğer kişileri taklit etme durumu olarak ifade edilmektedir. Bu durum ise anlık bir heves veya moda olarak değerlendirilebilir. Sadece işlem yapanlar değil, ekonomistler arasında da yatırımcı durumundaki bireylerin diğer yatırımcıların sergilemiş oldukları davranışlardan etkilendiklerini, ayrıca ortaya çıkan bu etkinin ilk başta yer aldığına dair oldukça geniş bir inanış bulunmaktadır. Ancak sürü davranışının tam olarak bir tanımı yapılamamasının yanında net bir şekilde davranış biçimi de değildir. Sürü davranışı, bireylerin yatırım esnasında bağımsız bir şekilde karar almalarını değil, diğer yatırımcılar tarafından tercih edilen bir trendden veya modadan etkilenmesi yolu ile işlemlerini gerçekleştirmesi ve bu nedenle kendilerini güven içersinde hissetmeleri olarak ifade edilmektedir.<sup>214</sup>

<sup>211</sup> Gazel, a.g.e., s. 36.

<sup>212</sup> Hayta, a.g.e., s.345.

<sup>213</sup> Gümüş vd. a.g.e. s.79.

<sup>214</sup> Gazel, a.g.e., s.67.

Sürü davranışı rasyonel sürü davranış ve irrasyonel sürü davranışı şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Rasyonel sürü davranışı temel olarak temsil probleminde kaynaklanmaktadır. Yöneticilerin sahip oldukları bilgiyi itibar ve çıkarlarını kaybetmemek adına kullanmaktan kaçınmaları ve diğer yöneticilerin kullanmış oldukları bilgileri yani onları taklit etmeleri olarak tarif edilebilmektedir. İrrasyonel sürü davranışı ise genel olarak yatırımcı psikolojisini içermektedir. Bu duruma göre yatırımcılar sahip oldukları bilgi ve hislerini bir kenara iterek diğer yatırımcıların davranışlarını takip edebilmektedirler.<sup>215</sup>

### **2.6.3.1.Rasyonel Sürü Davranışı**

Rasyonel sürü davranışı yatırımcıların sürüye katılma arzusunun bilerek ve isteyerek gerçekleştirilmesi durumu olarak ifade edilmektedir. Bu seçim, kendi başına yapılacak olan analizin daha maliyetli ve zaman alacağına ön plana çıkması ve diğer yatırımcıların yatırımın getiri durumu ile ilgili daha net ve iyi bilgilere sahip olduğu düşüncesinin olduğu durumlarda gerçekleşebilmektedir. Finansal piyasa içerisinde rasyonel sürü davranışının varlığı ile ilgili birçok sebep öne sürülmektedir. Bunlar; bilgi eksikliği, saygınlık kaygısı ve ücret politikalarıdır.<sup>216</sup>

#### **2.6.3.1.1.Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı: Bilgi Çağlayanı**

Yatırımcıların benzer davranışlar içerisinde bulunmasının en önemli sebebi, yatırımcıların benzer yatırım kararlarını almak durumundan kaynaklanmaktadır. Bu duruma göre yatırımcıların sahip oldukları bilgiler benzerlik göstermekte, benzer davranışlar sergilemekte ve benzer neticeler beklemektedirler. Bu sebeple başlangıç aşamasında bilgi aynı olmasa da sonuçların aynı doğrultuda beklenmesi sürü davranışının ortaya çıkmasına sebebiyet vermektedir. Bu durum ile birlikte yatırımcılar birbirlerinin davranışlarını ve bu davranışlarının sonuçlarını gözlemleyebilmektedirler. Bu noktada temel olarak görülen konu ise yatırımcıların alternatifler arasından hangisinin daha iyi olduğu hususunu nasıl belirlediğidir.

<sup>215</sup> Serpil Canbaş ve Serkan Yılmaz Kandır, 'Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi', *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.22, S.2, 2007, s.222.

<sup>216</sup> Karaca, a.g.e., s.96.

Yatırımcıların tümü alternatifleri analiz edebilir ve doğrudan karar alabilme imkanına sahiptir.<sup>217</sup>

Genel olarak sürü davranışı, yatırımcılarının tamamının aynı yönlü karar almaları şeklinde düşünülse de bilgi çağlayanı, yatırımcıların kendilerine gelen bilginin ne olduğuna bakmaksızın diğer yatırımcılarla beraber aynı kararı almaları şeklinde düşünülebilir. Bir başka ifade ile sürü davranışı, yatırımcıların sergilemiş oldukları davranışın piyasanda genel olarak görülen davranış şekline doğru eğilim göstermesi anlamı taşırken, bilgi çağlayanı ise yatırımcıların inançlarının genel inançlara yaklaşması olarak tanımlanabilir.<sup>218</sup>

#### **2.6.3.1.2.Saygınlığa (İtibara) Dayalı Sürü Davranışı**

Keynes'e (1936) göre yatırımcı bireyler birbirleri ile zıt yönlü oluşacak davranışlarının rasyonel karar vericiler olarak itibari değerlerini olumsuz yönde etkileneceği tedirginliği ile birlikte kendi bilgilerini kullanma doğrultusunda isteksiz tutum sergilemelerine neden olabilir.<sup>219</sup>

Saygınlığa dayalı sürü davranışını yatırım yöneticilerinin itibarlarına ve kariyerlerine ilişkin tedirginlik nedeni söz konusu olan yöneticilerin yetenekleri ile ilgili olarak belirsizlik durumunun oluşmasıdır. Kabiliyetleri hususunda belirsizlik durumunda olan birçok yöneticinin olması nedeni ile birbirlerini taklit etmelerine sebebiyet oluşturmaktadır. Bu sürü davranış biçimi rasyonellik içermese de iş yaşamında saygınlıklarını yitirmek istemeyen yöneticilerin bakış açısından oldukça rasyoneldir. Bunun nedeni, sürü davranışı ile olumsuz neticelere ulaşılsa bile çoğunluğa göre hareket edildiği için ortada kabul görülen bir mazeret oluşması nedeni ile yöneticilerin itibari değerlerini herhangi bir zarar gelmemiş olacaktır.<sup>220</sup>

#### **2.6.3.1.3.Ücrete Dayalı Sürü Davranışı**

Bireysel yatırımcılara göre kurumsal yatırımcıların daha fazla bilgi sahibi olduklarından dolayı kurumsal yatırımcıların sürü davranışı sergilemeleri daha çok beklenmektedir. Fon yöneticilerinin mutlak performanslarından daha ziyade

<sup>217</sup> Hayta, a.g.e., s.341.

<sup>218</sup> Boğaçhan Çelen and Shacker Kariv, 'Distinguishing Informational Cascades From Herd Behavior In The Laboratory', *The American Economic Review*, Vol.94, Iss.3, 2004 s.484-485.

<sup>219</sup> Döm, a.g.e., s.143-144.

<sup>220</sup> Hatice Doğukanlı ve Bahadır Ergün, 'İMKB'de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma', *İşletme Fakültesi Dergisi*, C.12, S.2, 2011, s.230-231.

karşılaştırmalı performanslarına dayalı şekilde değerlendirilmeleri onları diğer yöneticilerin sergilemiş oldukları davranışlarını taklit etmeye itmektir.<sup>221</sup>

Hong, Kubik ve Sololmon'un (2000) gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında daha genç fon yöneticilerinin daha fazla tecrübeye sahip olan fon yöneticilerini taklit ederek sürü davranışı göstermeleri olasılığının daha fazla olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır.<sup>222</sup> Bu durumun olası nedeni ise, genç fon yöneticilerinin düşük performans sergilemeleri durumunda işlerini kaybetme olasılığının daha yüksek olması şeklinde açıklanabilmektedir.<sup>223</sup>

### 2.6.2.İrrasyonel Sürü Davranışı

İrrasyonel sürü davranışı veya diğerlerini taklit etme varlığı yatırım analizi gibi geniş kapsamlı bilginin gerekli olduğu ortamlarda veya moda gibi mantık içermeyen durumlarda daha fazla meydana gelebilmektedir. Özellikle çoğu bireyin finansal piyasalar hakkında ilk elden bilgi sahibi olmayarak bu bilgileri kitle iletişim araçlarında elde etmesi ve bununla birlikte bu kanallardan edinilen bilgilerin doğruluğunu kontrol etme konusunda kendilerini yetersiz ve dolayısıyla bu çabanın lüzumsuzluğu düşüncesi, bağımsız bir şekilde değerlendirmelerde bulunmamalarına ve sürü davranışı içersine dahil olmalarına sebep olmaktadır.<sup>224</sup>

İnsanlar gruptan farklı karar alarak başarı elde etmektense, grupta aynı kararı alarak başarısızlığı kabullenmektedir. İnsanların bu düşünceye kapılmalarının sebebi ise, kendilerinde mevcut bulunan bilgi ile grup içersindeki bilginin çelişmesi durumundan kaygı duymaları, dışlanma ve grup içersindekilerin onları yetersiz olduklarına inanmaları korkusu grup kararlarına uyulmasına yönlendirmektedir. Bir başka ifade ile birey üzerinde sosyal bir baskının oluşması ile birlikte birey kendi yatırım kararları etkilenmektedir. Sürü davranışı, yatırımcıların kararlarını sistematik analizler yerine psikolojik eğilimlere dayalı bir şekilde vermesine sebep olmaktadır. Duygulara dayalı bir şekilde alınan yatırım kararları ise düşük getiri ile neticelenebilmektedir.<sup>225</sup>

<sup>221</sup> Hayta, a.g.e., s.342.

<sup>222</sup> Harrison Hong vd., 'Security Analysts Career Concerns And Herding Of Earnings Forecasts', *Rand Journal Of Economics*, Vol.31, Iss.1, 2000, s.140.

<sup>223</sup> Hayta, a.g.e., s.342.

<sup>224</sup> Karaca, a.g.e., s.99.

<sup>225</sup> Hayta, a.g.e., as.342.



## 2.7.DAVRANIŞSAL FİNANS İLE İLGİLİ ULUSAL VE ULUSLARARASI ALANDA GERÇEKLEŞTİRİLMİŞ BAZI ÇALIŞMALAR

Kahneman ve Tversky (1979), “Belirsizlik Altında Karar Verme” adlı çalışmalarını gerçekleştirmiş, beklenen fayda teorisinin varsaydığı rasyonel insan kurallarını ihlal ettiğini ve bu teorinin yetersizliğini belirterek beklenti teorisini ortaya çıkarmışlardır. İnsanı rasyonel değil normal kabul eden bu teori, yatırımcıların kaybetmekten kaçındıklarını, yatırım kararlarına ait memnuniyet duygularını, kazanç ve kayıp durumlarına karşı bir referans noktası belirledikleri tespitine ulaşmışlardır.

Kahneman ve Tversky (1981), çerçeveleme etkisinin karar alma noktası ile ilgili ortaya koydukları bu çalışmalarında, problemin sunuş durumuna göre bireylerin kararlarındaki farklılaşmayı tespit etmek amacı ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında aynı sonucu veren bir durumu iki farklı şekilde bireylere yöneltmiş ve iki farklı sonuca ulaşarak çerçeveleme etkisini ispat etmişler ve literatüre kazandırmışlardır.

Rabin (1998) temsil etme eğilimi ile davranışsal finans alanına özellikle katkı sağlamış ve bununla beraber meydana gelen küçük sayılar kanunu üzerine gerçekleştirmiş olduğu deneysel çalışmalarla davranışsal eğilimlerin yatırımcıların karar alma sürecinde etkinliğini oraya koymuştur.

Barber ve Odean (2001), ortaya koydukları çalışmada 35.000 kişinin 1991 ve 1997 yılları arasında yatırım hesaplarını incelemişler, erkek ve kadınlar arasındaki yatırımcı davranışını ve getirilerini ölçmeyi amaçlamışlardır. Araştırmanın sonucunda erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre %45 daha fazla işlem gerçekleştirdikleri ve bu yatırımlar sonucunda getirilerinde düşüşler meydana geldiği tespit edilmiştir. Bu durumun nedeni olarak erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre daha fazla kendilerine güven duyduklarından kaynaklandığı ve erkek yatırımcıların getiri oranlarında %2.65 oranında gerileme görülürken kadın yatırımcılarda bu oran %1.72 gerileme görüldüğü şeklinde tespit edilmiştir.

Rabin ve Thaler (2001), beklenen fayda hipotezi üzerine gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında riskten kaçma eğilimi ele alınmış beklenen fayda hipotezinin çöktüğü gözlemlenmiştir. Kadın ve erkek yatırımcılar üzerinden gerçekleştirdikleri yapılan araştırma ile erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre daha fazla aşırı güven eğilimi gösterdiklerini kendine aşırı güven yargısı bulunan söz

konusu model üzerinde test uygulanırken bu davranış sergileyen yatırımcıların gereğinden daha fazla yatırım gerçekleştirdikleri tespit edilmiştir.

Uşul, Bekçi ve Eroğlu (2002), gerçekleştirdikleri çalışmada, bireysel yatırımcıların hisse senedi yatırımlarına etkide bulunan sosyo-ekonomik faktörleri incelemişlerdir. Anket yöntemi kullanılarak gerçekleştirdikleri çalışmada 27 ilden toplamda 919 bireysel yatırımcı ile birebir görüşme sağlanmıştır. Yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen hisse senedi yatırımlarında her bireyin farklı davranış eğilimleri sergilediği ve çevresel etmenlerden etkilendiği ortaya konulmuştur. Gelir seviyeleri iyi durumda olan yatırımcıların kolayca risk içersine girebildikleri, yatırımcılardan erkek yatırımcıların bayan yatırımcılara kıyasla daha fazla riski tercih ettikleri, yaşlı yatırımcıların genç yatırımcılara göre daha az risk aldıkları gözlemlenmiştir.

Ateş (2007), finansal yatırımları davranışsal finans açısından değerlendirmek amacıyla bireysel yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçları ile yatırımcıların finansal profili ve finansal profil oluşumunda etkisi görülen bilişsel ve duygusal eğilimlerden oluşan yatırımcının davranışsal profili arasındaki ilişkiyi değerlendirmek üzere gerçekleştirmiş olduğu çalışmada anket yöntemine başvurulmuştur. 400 katılımcı ile gerçekleştirmiş olan çalışmanın analizleri neticesi ile yatırımcıların davranışsal ve finansal profilleri arasındaki anlamlı bir ilişkinin ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır.

Glase ve Weber (2007), yatırımcılara internet üzerinden aşırı güven eğilimine yönelik gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında, 215 bireysel yatırımcı ile çevrimiçi olarak anket yöntemi uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda yatırımcılarda aşırı güven eğiliminin varlığı tespit edilmiş ve finans bilgilerinin ortalamanın üzerinde gören yatırımcıların aşırı alım ve satım işlemi yaptıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Ede (2007), bireysel yatırımcıların davranışlarının anlamlılığı durumunu incelemek üzere gerçekleştirmiş olduğu çalışmada anket yöntemini tercih etmiştir. Birebir görüşme ve sanal platformlar üzerinden 775 katılımcı ile çalışmasını gerçekleştirmiştir. Çalışma; yatırımcıların profilleri, davranışları ve tercihlerinin belirlenmesi üzerine gerçekleştirilmiştir. Çalışma neticesinde yatırımcıların kararlarını verirken psikolojik eğilimlerde bulunulduğu tespit edilerek irrasyonel

davranışlar sergiledikleri sonucuna varılmış ve bu durumun piyasayı olumsuz yönde etkilediği üzerinde durmuştur.

Chira, Adams ve Thornton (2008), işletme öğrencileri üzerine gerçekleştirilen çalışmalarında fakülte ve yüksek lisans öğrencilerinin bilişsel ve duygusal eğilimlerden nasıl etkilendiğine dair 68 öğrenci üzerine anket çalışması uygulamışlardır. Gerçekleştirilen araştırma neticesinde öğrencilerin aşırı iyimserlik ve aşırı güven eğilime karşı daha az duyarlı oldukları, kontrol yanılmasını ise sergilemediklerini tespit edilmiştir.

Alper ve Ertan (2008), yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi ve yatırım fonu yatırımcılarının gerçek performans verileri ile “çerçeveleme etkisi” araştırılmıştır. Çalışmalarında Bursa İlinde anket yöntemi ile 380 bireysel hisse senedi ve yatırım fonu yatırımcısına uygulamışlardır. Çalışmalarında büyüme hedefli bir fon ve gelir hedefli diğer bir fona ait gerçek performans bilgileri kullanılarak, performans bilgilerinin sunulduğu formatın ve zaman aralığının yatırımcıların fon tercihleri üzerinde etkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda yatırımcıların yatırım esnasında bilgi eksikliğinden ve kendilerine duyulan güvensizlikten dolayı yatırımcıların geçmiş performans bilgilerinin doğruluğuna inandıkları ve fon yöneticilerine güven duydukları gözlemlenmiştir.

Monti ve Legrenzi (2009), gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarını 25 yüksek lisans ve doktora öğrencisi, 35 finans yönetici üzerinde yatırım kararları esnasında sonradan anlama önyargısının olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. Sonuç olarak çalışmanın konusu olan önyargının portföy oluşturma süreci içerisinde varlığı tespit edilmiş ve bu durumun bir risk unsuru oluşturduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Böyükaslan (2012), bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etki eden faktörleri araştırmak üzere Afyonkarahisar ilinde 460 katılımcı ile birebir olarak anket çalışması gerçekleştirmiştir. Çalışmanın sonucunda yatırımcıların yatırım kararlarını verirken büyük ölçüde davranışsal eğilimler gösterdiği yani davranışsal finansın etkisinin görüldüğü sonucuna ulaşmıştır.

Aktaş (2012), yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları hisse senedi yatırım kararlarına ilişkin demografik ve psikolojik profillerini anlamak, risk toleranslarını ölçmek ve hangi yanılığlara düşüldüğünü ölçmek amacıyla gerçekleştirmiş olduğu çalışmasında anket yöntemine başvurmuş ve toplam da 682 katılımcı ile çalışmasını

gerçekleştirmiştir. Araştırma sonucunda yatırımcıların portföy risklerini düşük tahmin ettikleri ve psikolojik önyargılardan yani yatırımcı eğilimlerinin birçoğunu barındırdıklarını, geleneksel finans yaklaşımının rasyonel insan rasyonel davranış görüşünün tam aksine irrasyonel davranış sergiledikleri çalışma neticesinde ortaya konulmuştur.

Göksu (2013), bireylerin yatırım kararları üzerine sergilemiş oldukları davranışsal karakterleri açıklamak ve yatırımcıların psikolojik profillerini açıklayan kavramların yatırım davranışlarını ne yönde etkilediğini araştırmak amacı ile gerçekleştirdiği çalışmada anket yöntemi kullanarak 96 katılımcı ile çalışmasını gerçekleştirmiştir. Çalışmanın sonucunda yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel davranış sergilemek, portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riskten uzak durmak istemelerine rağmen duygusal ve bilişsel eğilimler nedeni ile bunu başaramadıkları irrasyonel davranışlarda buldukları sonucuna ulaşmıştır.

Gümüş, Koç ve Agalarova (2013), Türkiye ve Azerbaycan'da gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında yatırımcıların yatırım kararları alırken sezgi, duygu, önyargı ve yanlış düşünce kalıplarının etkisi araştırılmaya çalışılmıştır. İki ülke toplamında 384 katılımcı ile gerçekleştirilen anket çalışması sonucunda, hırslı davranma, cinsiyet ve yaş, gelir ve eğitim seviyesi, medeni durum gibi etmenlerin yatırımcıların kararlarında farklılaşmaya neden olduğu tespit edilmiştir.

Phan ve Zhou (2014), psikolojik etmenlerin yatırımcı davranışları üzerine etkisini anket tekniği kullanarak 472 bireysel yatırımcıya uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda aşırı güven, aşırı iyimserlik, sürü davranışı ve risk psikolojisi gibi davranışsal eğilimlerin yatırımcıların yatırım kararlarına etkisinin olduğu gözlemlenmiş ve bununla beraber yatırımcıların davranışsal eğilimler sergilediklerini fark ettiklerinde bunlardan kaçınmaya çalıştıkları görülmüştür.

Küçük (2014), ortaya koyduğu çalışmada bireylerin yatırım kararlarında tahmin, öngörü, duygu ve kişisel sezgilerinin sosyolojik ve psikolojik etki bulunup bulunmadığını ölçmek amacı ile Osmaniye ilinde 150 katılımcıya anket alışması uygulamıştır. Çalışmanın neticesinde davranışsal finansın yatırımcıların vermiş oldukları kararlar üzerinde önemli derecede etkisinin bulunduğu gözlemlenmiştir.

Aydın ve Ağan (2016), risk altında bireysel yatırımcıların yatırım kararlarına etki eden faktörleri araştırmışlardır. Bu araştırmayı ise, davranışsal finans

modellerine ait farklı eğilimlerin yatırım kararlarına etkisini anket formu kullanarak yapmışlardır. 600 profesyonel olmayan katılımcı ile yürütülen anket sonucunda bireysel yatırımcıların psikolojik önyargılardan etkilendiği ve bu nedenle irrasyonel davranışlar sergiledikleri gözlemlenmiştir.

Angı, Bekçi ve Karataş (2016), çalışmalarında Batı Akdeniz bölgesindeki bireysel yatırımcıların hisse senedi yatırımlarında demografik özellikler ve bilişsel eğilimler arasında ilişkiyi ölçmek amacıyla gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarını anket yöntemi kullanılarak 331 bireysel katılımcıyla gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucunda demografik özelliklerle bilişsel eğilimler arasında ilişki olduğu tespit edilmiş, yatırımcıların yatırım kararları esnasında belirsizlik durumu ortaya çıktığında gerçek dışı davranışlar sergiledikleri tespit edilmiştir.

Gül, Ekşi ve Sürme (2017), aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, temsil etme eğilimi ve kayıptan kaçınma eğilimleri üzerine Gaziantep ilinde 63 kuyumcu ile birebir görüşme yolu ile anket çalışması gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucunda, yatırımcıların davranışsal eğilimleri demografik özelliklere göre farklılık göstermiş olup bu 5 eğilimi de sergiledikleri ancak bunlardan kayıptan kaçınma eğiliminin öne çıktığı gözlemlenmiştir.

Tekin (2018), İstanbul ilinde gerçekleştirmiş olduğu çalışmasında küçük ve orta büyüklükteki işletme yöneticilerinde çıpalama (dayanak noktası) ön yargısının izlenme ve alınan finansal kararlardaki etkisi incelenmiştir. Araştırmasını 255 işletme yöneticisine anket yöntemi kullanarak gerçekleştirmiştir. Çalışmanın sonucunda ankete katılan işletme sahiplerinde orta düzeyde çıpalama önyargısının bulunduğu tespit edilmiştir.

Coşkun, Demir ve Işık (2018), gerçekleştirdikleri çalışmalarında 33 kuyumcu üzerinde anket çalışması uygulamışlardır. Çalışmalarında, yatırımcıların demografik özellikleri, sermaye tutarları, eğitim, firmanın yaşı, ve mesleki tecrübelerinin yatırım kararlarındaki davranışsal eğilimleri (aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma ve temsil etme eğilimi) gözlemlenmeye çalışmışlardır. Sonuç olarak yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları yatırım kararlarında davranışsal eğilimlerde bulunduğu tespit edilmiştir.

### 3. BÖLÜM

#### DAVRANIŞSAL FİNANS PERSFEKTİFİNDE BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA

Çalışmanın bu bölümünden önce sırasıyla geleneksel finans, davranışsal finans ve davranışsal finansın içerisinde yer alan yatırımcı eğilimleri üzerinde durulmuştur. Bu bölümünde, gerçekleştirmiş olduğumuz araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve yöntemine değinilmiş, araştırma verilerinden çıkan sonuçların analizleri gerçekleştirilerek yorumlanacaktır. Araştırma sorularının belirlenmesiyle birlikte hipotezlere ilişkin bilgiler verildikten sonra araştırmanın yöntemi, evreni ve veri toplama araçları ile ilgili bilgi verilecektir. Ayrıca araştırmada elde edilen bulguların yorumlanmasında gerekli istatistikî yöntemler belirtilecektir.

#### 3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu bölümde çalışmanın önemi, amacı, yöntemi, kapsamı ve elde edilen verilerin analizi ile ilgili genel bilgiler verilmiştir.

##### 3.1.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi

Finans biliminin son zamanlarda ilgi odağı haline gelen davranışsal finans, bireylerin yatırım kararı alırken birden fazla faktörden etkilendiğini, yatırım kararlarında rasyonel tutum sergileyemediklerini ve bu nedenle vermiş oldukları kararların her zaman faydalı kararlar olmadığını belirtmektedir. Yatırımcıların psikolojik faktörlerden etkilendiğini, yatırım kararlarını verirken bir takım davranışsal eğilimler sergilediğini ve geleneksel finans yönteminde bahsedilen rasyonel birey düşüncesine ters düşen tutumlar gösterdiğini belirtmektedir. Bireylerin yatırım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden biri de insan psikolojisidir. Yatırım portföyleri benzer olan bireylerin farklı kararlar alması bu durumun nedenlerinden biridir. Bireylerin davranış ve tutumlarını etkileyen faktörleri bilişsel ve duygusal faktörlerin yanında bireylerin sosyal çevre ve diğer yatırımcı kararlarından da etkilendiği görülmektedir.

Çalışmanın amacı, yatırımcılar finansal yatırım kararı alırken; demografik özellikleri ve finansal okuryazarlık düzeylerinin, bilişsel ve duygusal eğilimlerinin,

sosyal ve çevresel faktörlerin etkili olabileceği düşüncesi ile bunların aralarında bir ilişkinin olup olmadığını belirlemektir.

### **3.1.2. Araştırmanın Kapsamı**

Araştırmanın kapsamına Türkiye genelindeki bireysel yatırımcılar dahil edilmiştir.

### **3.1.3. Araştırmanın Yöntemi ve Verilerin Analizi**

Yatırımcılar finansal yatırım kararı alırken; demografik özellikleri ve finansal okuryazarlık düzeylerinin, bilişsel ve duygusal eğilimlerinin, sosyal ve çevresel faktörlerin belirlenmesi ve çalışmaya konu olan verilen elde edilmesi için anket yöntemi kullanılmıştır. Anket çalışması Türkiye genelindeki bireysel yatırımcılara uygulanmıştır. Araştırma sonucunda elde edilen veriler SPSS 25 istatistik paket programları aracılığıyla değerlendirilmiştir. Anketler yüz yüze katılım şeklinde uygulanmış olup toplamda 391 adet bireysel yatırımcıya ulaşılmıştır. Anket formunun güvenilirliği SPSS 25 (Statistical Package for the Social Science) veri paket programıyla değerlendirilmiştir.

Araştırmada uygulanan anket formu üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, katılımcıların cinsiyet, medeni durum, çocuk sayısı, yaş eğitim durumu, aylık gelir düzeyi ve meslek gibi demografik özelliklerine ilişkin sorular sorulmuştur.

Anketin ikinci bölümünde, katılımcıların finansal okuryazarlık düzeylerini tespit edilmesine ilişkin, finans konusundaki eğitim durumları, yatırım portföylerinin büyüklükleri, yatırım araç seçimleri, portföylerini takip etme sıklıkları, yatırım kararlarını etkileyen faktörlerini, risk alma durumlarını ve yatırımlarını yaparken kullandıkları bilgi kaynaklarını belirlemeye yönelik sorular yer almaktadır.

Üçüncü bölümde, katılımcıların bilişsel ve duygusal eğilimleri ile sosyal ve çevresel faktörleri ölçmek amacı ile 24 adet soru ile değerlendirilerek yatırımcıların karar verme aşamasında gösterdikleri bazı yanılsamalar tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu bölümde yatırımcılara yöneltilen sorular Ateş (2007), Böyükaslan (2012), Ateş (2014) ve Aydın (2018)'in yapmış oldukları çalışmalardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Anket çalışmasının ikinci ve üçüncü bölümünde katılımcıların verdiği cevapların ağırlık derecelerini tespit etmek amacıyla 7'li likert ölçek kullanılmıştır.

(1) kesinlikle katılmıyorum, (2) kısmen katılmıyorum, (3) katılmıyorum, (4) ne katılıyorum ne katılmıyorum, (5) kısmen katılıyorum, (6) katılıyorum, (7) kesinlikle katılıyorum olarak belirlenmiştir.

Çalışmada uygulanacak analiz türünün belirlenmesi için ilk olarak veri setine normallik testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre verilerin normal dağılım gösterdiği tespit edilmiştir. Veriler normal dağılım gösterdiği için parametrik testler uygulanmıştır. Yatırımcı eğilimleri ile ilgili önermelere faktör analizi uygulanarak demografik değişkenler ve yatırımcı profilinin belirlenmesine yönelik sorularda iki değişken için (Independent Sample) T-Testi, demografik değişkenler ile yatırımcı profilinin ölçülmesi amacıyla sorulan sorularda ikiden fazla değişken için verilerini karşılaştırmak amacıyla da Anova testi uygulanmıştır. Gruplanmayan değişkenler ile yatırımcı eğilimlerini karşılaştırmak için korelasyon analizi uygulanmıştır.

#### **3.1.4. Araştırmanın Hipotezleri**

Çalışma ile ilgili hipotezler yatırımcıların finansal yatırım kararlarını etkileyen bilişsel ve duygusal eğilimleri, sosyal ve çevresel faktörler ile demografik özellikleri ve finansal okuryazarlık düzeyleri olarak temel hipotezler ve bunlara bağlı alt hipotezler oluşturulmuştur. Buna göre temel hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>1</sub>: Yatırımcı eğilimleri ile demografik değişkenler açısından farklı yatırımcı grupları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>2</sub>: Yatırımcı eğilimleri ile yatırımcı profili açısından farklı yatırımcı grupları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

#### **3.1.5. Araştırmanın Bulguları ve Sonuçların Değerlendirilmesi**

Çalışmanın bu bölümünde katılımcılara uygulanan anket sorularından elde edilen veriler doğrultusunda ilgili analizler yapılmış ve sonuçlar yorumlanmıştır.

##### **3.1.5.1. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerine İlişkin Bulgular**

Ankete katılım gösteren bireylerin demografik özelliklerinin belirlenmesine ilişkin cinsiyet, medeni durum, çocuk sayısı, yaş, eğitim durumu, aylık gelir düzeyi ve meslek gibi sorular içeren katılımcıların kişisel bilgilerine ait bilgiler yer almaktadır. Bu bilgilere göre frekans analizi yapılarak ankete katılanlara ait sosyo-demografik özellikler ve değerler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.



Tablo 1. Katılımcıların Demografik Özellikleri İle İlgili Verilerinin Dağılımı

Değişkenler	Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
<b>Cinsiyet</b>			
Kadın	172	44,0	44,0
Erkek	219	56,0	100
<b>Medeni Durum</b>			
Bekar	179	45,8	45,8
Evli	212	54,2	100,0
<b>Çocuk Sayısı</b>			
Yok	141	36,1	36,1
1 Çocuk	138	35,3	71,4
2 Çocuk	80	20,5	91,8
3 Çocuk	21	5,4	97,2
4 ve Üzeri	11	2,8	100
<b>Yaş Grubu</b>			
18-29 Arası	97	24,8	24,8
30-39 Arası	160	40,9	65,7
40-49 Arası	99	25,3	91,0
50-59 Arası	23	5,9	96,9
60 ve Üzeri	12	3,1	100
<b>Eğitim Durumu</b>			
İlköğretim	25	6,4	6,4
Lise	109	27,9	34,3
Önlisans	71	18,1	52,4
Lisans	141	36,1	88,5
Master/Doktora	45	11,5	100,0
<b>Aylık Gelir Gurubu</b>			
1750-3000 TL	109	27,9	27,9
3001-5000 TL	165	42,2	70,1
5001-7500 TL	67	17,1	87,2
7501-10000 TL	35	9,0	96,2
10001 ve Üzeri	15	3,8	100
<b>Meslek Grupları</b>			
Kamuda Ücretli	90	23,0	23,0
Özel Sektörde Ücretli	174	44,5	67,5
Serbest Meslek	31	7,9	75,4
Çiftçi	12	3,1	78,5
Esnaf	75	19,2	97,7
Tüccar	1	,3	98,0
Diğer	8	2,0	100,0

Ankete katılan bireylerin %44 kadın, %56 ise erkek katılımcılardan oluşmaktadır. Katılımcıların medeni durumlarına bakıldığında ise, %45,8'inin bekar, %54,2'si ise evli katılımcı olduğu tespit edilmiştir (Tablo 2).

Katılımcıların % 36,1'ini çocuk sahibi olmayanlar, %35,3'ü tek çocuk sahibi olanlar, %20,5'i iki çocuk sahibi olanlar, %5,4'ünü üç çocuk sahibi olanlar ve %2,8'ini ise dört ve üzeri çocuk sahibi olan katılımcılardan oluşmaktadır.

Ankete katılanların %24,8'i 18-29 yaş aralığında, %40,9'u 30-39 yaş aralığında, %25,3'ü 40-49 yaş aralığında, %5,9'u de 50-59 yaş aralığında ve %3,1'i de 65 ve üzeri yaş aralığında yer almaktadır.

Anketi yanıtlayan bireylerin eğitim durumlarına bakıldığında, %6,4'ü ilköğretim, %27,9'u lise, %18,1'i ön lisans, %36,1'i lisans ve %11,5'i ise master/doktora eğitim düzeyindedir.

Katılımcıların gelir düzeyleri incelendiğinde, %27,9'u 1.750-3.500 TL arasında, %42,2'si 3.001-5.000 TL arasında, %17,1'i 5.001-7.500 TL arasında, %9'u 7.501-10.000 TL arasında ve %3,8'i 10.001 TL ve üzerinde gelir elde ettikleri tespit edilmiştir.

Ankete katılan bireylerin meslek gruplarına göre dağılımı, %23'ü kamuda ücretli, %44,5'i özel sektörde ücretli, %7,9'u serbest meslek mensubu %3,1 çiftçi, %19,2'si esnaf %0,3'ü tüccar ve %2'si ise diğer meslek gurubu şeklinde oluşmaktadır.

### 3.1.5.2. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Finansal Profiline İlişkin Bulgular

Araştırma katılımcılarının anket formunun ikinci bölümünde finansal profillerine ilişkin sorular yer almaktadır. Katılımcıların aşağıda bulunan tabloda finansal profil ve finansal okuryazarlık ile ilgili düzeyleri belirtilmiştir.

**Tablo 2. Katılımcıların Finansal Profilleri İle İlgili Verilerinin Dağılımı**

<b>Finans Konusunda Eğitim/Kurs Alma Durumu</b>			
Evet	191	48,8	48,8
Hayır	200	51,2	100
<b>Yatırım Portföyü Büyüklük Grubu</b>			
1000-25000 TL	151	38,6	38,6
25001-60000 TL	80	20,5	59,1

60001-100000 TL	46	11,8	70,8
100001-150000 TL	26	6,6	77,5
150001 ve Üzeri	88	22,5	100
<b>Yatırım Aracı Tercih Durumları</b>			
TL Banka mevduat	191	48,8	***
Döviz Banka mevduat	198	50,6	***
Hisse senedi	95	24,3	***
Tahvil/Bono	49	12,5	***
Altın	213	54,5	***
Gayrimenkul Yatırımı	95	24,3	***
Diğer...	24	6,1	***
<b>Finansal Piyasaları Takip Etme Sıklığı</b>			
izlemiyorum	38	9,7	9,7
Yıllık	7	1,8	11,5
Aylık	82	21,0	32,5
Haftalık	120	30,7	63,2
Her Gün	144	36,8	100,0
<b>Yatırım Araçlarının Tercihini Etkileyen Faktörler</b>			
Getiri Oranı İle İlgili Beklentiler	234	59,8	***
Sermayeyi Koruma Arzusu	187	47,8	***
Alışkanlıklar	122	31,2	***
Risk Düzeyi İle İlgili Düşünceleri	122	31,2	***
Yatırım Aracının Bilinirliği	122	31,2	***
Devamlı Gelir İsteği	192	49,1	***
Diğer...	7	1,8	***
<b>Yatırım Portföylerinin Risk Oranı İle İlgili Düşünceler</b>			
Çok Az	30	7,7	7,7
Az	96	24,6	32,2
Normal	147	37,6	69,8
Yüksek	95	24,3	94,1
Çok Yüksek	23	5,9	100
<b>Yatırım Portföylerini İzlemede Kullanılan Bilgi Kaynakları</b>			
Kendi Değerlendirmelerim	259	66,2	***
Gazete-TV	141	36,1	***
İnternet	275	70,3	***
Sosyal Çevre	182	46,5	***
Aracı Kurumlar	88	22,5	***
Şirket Raporları	45	11,5	***

(\*\*\*) Birden çok seçilebilen seçenekleri ifade eder.

Ankete katılan yatırımcıların finans konusunda eğitim alıp almama durumları değerlendirildiğinde, %48,8'i finans konusunda eğitimi aldığı, %51,2'si ise finans konusunda eğitim almadığı tespit edilmiştir.

Anket katılımcılarına yatırım portföylerinin büyüklüklerinin belirtilmesi istenildiğinde, %38,6'sı 1.000-25.000 TL'lik yatırımının bulunduğu, %20,5'i 25.001-60.000 TL yatırımda bulunduğu, %11,8'i 60.001-100.000 TL arasında yatırım yaptığını, %6,6'sı 100.001-150.000 TL arasında yatırımda bulunduğu ve %22,5'i ise 150.001 TL ve üzerinde yatırım gerçekleştirdiklerini belirtmiştir.

Katılımcıların tercih ettikleri yatırım araçları incelendiğinde %54,5 ile en çok geleneksel yatırım aracı şeklinde bilinen altını tercih ettiklerini, daha sonra %50,6'sı döviz banka mevduatı ve %48,8'i ise TL banka mevduatını tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Katılımcıların yatırım yaparken en az tercih ettikleri yatırım aracı olarak ise tahvil/bono ve diğer yatırım araçları olduğu görülmektedir.

Anket katılan bireysel yatırımcılarının finansal piyasaları ve portföylerinin kar/zarar durumunu takip etme sıklıkları sorulduğunda, 144'ü (%36,8) her gün, 102'si (%30,7) haftalık, 82'si (%21) aylık olarak takip ettiğini, 7'si (%1,8) yıllık ve 38'i (%9,7) ise finansal piyasaları ve portföylerinin kar zarar durumlarını takip etmediğini belirtmiştir.

Anket katılımcılarına yatırımlarını gerçekleştirirken tercihlerine etki edebilecek faktörler sorulduğunda en çok %59,8'i "getiri oranı ile ilgili beklentileri" olduğunu, %49,1'i "devamlı gelir isteği" içerisinde bulduklarını %47,8'i "sermayeyi koruma arzusu" içerisinde bulduklarını belirtmişlerdir. Katılımcılar %31,2 ile "alışkanlık", "risk düzeyi ile ilgili düşünceleri" ve "yatırım aracının bilinirliğini" aynı oranda tercih ettikleri ve %1,8'i ise "diğer" nedenlerden dolayı yatırım aracını tercih ettiklerini belirtmiştir.

Anket katılımcılarının yatırım portföylerinin risk oranı ile ilgili düşüncelerini değerlendirmeleri incelendiğinde, %7,7 ile 30 kişinin yatırım portföylerindeki riski "çok az", %24,6 ile 96 kişi portföylerindeki risk düzeyini "az" olarak değerlendirmekte, %37,6 ile 147 kişi "normal", %24,3 ile 95 kişi "yüksek" ve %5,9 ile 23 kişi yatırım portföylerindeki risk oranını "çok yüksek" olduğu şeklinde değerlendirdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Katılımcılara yatırım portföylerini takip ederken kullandıkları bilgi kaynakları sorusu sorulduğunda en çok 275 kişinin “internetten” yaralandığı 259 kişi “kendi değerlendirmelerim” ile kararlarını verdiklerini, 182 kişi “sosyal çevre” ile hareket ettiğini, 141 kişi “gazete/TV” bilgi kaynaklarını kullandığı, 88 kişi “aracı kurumlardan” yaralandığını ve 45 kişi ise “şirket raporlarından” yararlanarak portföylerini takip ettiklerini belirtmiştir.

### 3.1.5.3. Yatırımcı Eğilimlerinin Belirlenmesine İlişkin Bulgular

Finansal yatırım yapan yatırımcıların karar almalarını etkileyen birden fazla faktörden etkilendikleri ve bu nedenle de rasyonellikten uzaklaştıkları gözlemlenmektedir. Yatırımcılar finansal yatırım kararı alırken, kararlarına etkileyen bazı eğilimler aşağıda bulunan tablo 4’de verilmiştir. Yatırımcıların eğilimlere katılım ortalamaları, standart sapması ve normallik testi için Skewness ve Kurtosis (çarpıklık ve basıklık) değerleri ölçülmüştür.

**Tablo 3. Yatırımcı Eğilimlerinin Belirlenmesindeki İfadelerin Ortalama, Standart Sapma Ve Normallik Testi**

Eğilimler	Aşırı Güven	Aşırı İyimserlik	Pişmanlıktan Kaçınma	Kayıptan Kaçınma	Tutuculuk	Sürü Psikolojisi
<b>Ortalama</b>	5,014	4,903	5,005	5,248	4,996	5,300
<b>Std. Sapma</b>	1,186	0,976	1,006	1,040	1,195	1,152
<b>Skewness</b>	-0,501	-0,294	-0,432	-0,663	-0,601	-0,993
<b>Kurtosis</b>	-0,648	-0,267	-0,227	0,148	0,075	0,913

Ankete katılan yatırımcıların eğilimler ile ilgili sorulara vermiş oldukları cevaplar tablo 4’de bulunan ortalama, standart sapma ve normallik testi sonuçlarına ulaşılmıştır.

Anket katılımcılarının sorulara vermiş oldukları yanıtların ortalamaları incelendiğinde, katılımcıların 5,300 ortalama ile sosyal çevrelerine ve diğer yatırımcılara göre hareket ettikleri, 5,248 ile kayıptan kaçındıkları, 5,014 ile kendilerine aşırı güvendikleri ortalamalarına ulaşılmıştır. Yatırımcıların 5,005 ortalama ile zarara uğrasalar da ellerindeki ürünü satmadıkları, 4,996 ile piyasaya gelen yeni bilgi ve gelişmeleri yok saydığı ve mevcut yatırımlarına devam ettiği ve 4,903 ortalama ile yapmış oldukları yatırımlarına karşı aşırı iyimserlik tavrı gösterdiklerini belirtmişlerdir.

Katılımcıların 24 değişkenden oluşan 6 faktör boyutuna vermiş oldukları yanıtlar neticesinde verilerin normal dağılım gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Skewness ve Kurtosis değerleri -1.5 ile +1.5 arasından olduğu zaman normal dağılıma uygunluk gösterdiği kabul edilmektedir.<sup>226</sup>

Sonuç olarak tablo 4 değerlendirildiğinde ankete katılan yatırımcıların, aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınan, kayıptan kaçınan, tutucu ve sürü psikolojisi ortalamalarının değişkenlere verilen yanıtlar neticesinde yüksek olduğunu belirtmek mümkündür.

#### 3.1.5.4. Faktör Analizi

Araştırmada bireysel yatırımcıların karar alma aşamasında göstermiş oldukları eğilimleri belirlemek amacıyla toplanan verilere faktör analizi uygulanmıştır. Öncelikler ölçeğin güvenilirliği daha sonrasında katılımcı eğilimlerinin her birinin güvenilirliği ölçmek amacıyla Cronbach's Alfa testi uygulanmış daha sonrasında açıklanan varyans test edilmiştir. Verilerin faktör analizine uygunluğu Barlet Test Of Sphericity ile örneklemin faktör analizi için yeterliliği ise Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testi ile ölçülmüş ve analiz edilmiştir. Faktörlerin oluşturulup yorumlanabilmesi ve anlamlandırılması için Varimax rotasyonu kullanılmıştır. Ölçeklerden oluşturulan faktör sayısı katılımcılar tarafından belirlenmiştir..

**Tablo 4.Güvenilirlik Testi Sonuçlarına İlişkin Veriler**

Ölçek	İfade Sayısı	Cronbach's Alpha (p)
Yatırımcı Eğilimleri	24	0,830

Güvenilirlik analizi sonucunda, Cronbach's Alpha değerleri 0,830 olarak bulunmuştur (Tablo 1). Cronbach's Alpha değerinin  $0,70 \leq \alpha \leq 0,90$  arasında olması, ölçeğin güvenilirliğini iyi olarak kabul etmektedir.<sup>227</sup>

<sup>226</sup> Barbara G. Tabachnick and Linsa S. Fidell, *Using Multivariate Statistics (Sixth edition)*, Pearson Education, Boston, 2013, s.79-83.

<sup>227</sup> Selim Kılıç, Cronbach'ın Alpha Güvenilirlik Katsayısı, *Journal of Mood Disorders* ,Vol 6, Number 1, 2016, s.47-48.

Tablo 1.Yatırımcı Eğilimlerine Ait Güvenirlilik Analizi Sonuçları

	Madde İptal Edilirse Ölçek Ortalaması	Madde İptal Edilirse Ölçek Varyansı	Düzeltilmiş Madde-Toplam Korelasyonu	Madde İptal Edilirse Alfa eğeri	Eğilimlere Ait Cronbach Alfa Değeri
A. Güven 1	20,065	22,278	0,662	0,843	<b>0,864</b>
A. Güven 2	20,108	23,435	0,688	0,834	
A. Güven 3	20,118	22,919	0,752	0,819	
A. Güven 4	19,945	24,602	0,628	0,849	
A. Güven 5	20,046	23,034	0,699	0,831	
A. İyimserlik 1	19,402	16,426	0,567	0,720	<b>0,770</b>
A. İyimserlik 2	19,619	15,719	0,615	0,703	
A. İyimserlik 3	19,793	15,488	0,544	0,728	
A. İyimserlik 4	19,939	16,109	0,514	0,738	
A. İyimserlik 5	19,304	16,864	0,472	0,751	
K. Kaçınma 1	15,711	10,632	0,515	0,669	<b>0,728</b>
K. Kaçınma 2	15,844	10,645	0,482	0,689	
K. Kaçınma 3	15,765	10,293	0,533	0,658	
K. Kaçınma 4	15,657	10,872	0,544	0,654	
P. Kaçınma 1	14,928	10,220	0,437	0,602	<b>0,664</b>
P. Kaçınma 2	15,008	10,115	0,449	0,594	
P. Kaçınma 3	15,110	10,257	0,407	0,623	
P. Kaçınma 4	15,015	9,938	0,486	0,569	
Sürü P. 1	10,554	5,584	0,739	0,693	<b>0,765</b>
Sürü P. 2	10,608	5,900	0,663	0,770	
Sürü P. 3	10,639	5,851	0,633	0,801	
Tutuculuk 1	10,238	6,874	0,475	0,821	<b>0,822</b>
Tutuculuk 2	9,831	6,012	0,677	0,592	
Tutuculuk 3	9,905	6,276	0,652	0,623	

Faktör analizi uygulanan 24 değişken ile değerlendirilen ölçeğin güvenirliliği daha önce belirtilmişti. Eğilimler itibari ile değerlendirilen güvenirlilik analizi sonucunda aşırı güven eğilimi 0,864 ile en yüksek Cronbach's Alpha değerine sahipken pişmanlıktan kaçınma eğilimi 0,664 ile en düşük Cronbach's Alpha değerini almıştır.

Tablo 2.KMO ve Bartlett's Test Sonuçları

<b>Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.</b>		0,779
<b>Bartlett's Test of Sphericity</b>	Approx. Chi-Square	3378,778
	df	276
	Sig.	0,000

Tablo 6’da yapılan faktör analizinde KMO değerinin 0,5’in üzerinde olması gerekmektedir. Tabloda belirtilen KMO değeri ise 0,779 ve Bartlett küresellik testinin de (Sig: 0,000) anlamlı olduğu görülmektedir. Bu testler, kullanılan faktörlerin veri setine uygunluğunu belirtmekle beraber değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte her bir değişkenin toplam faktördeki katkısının da görülmesi gerekmektedir.<sup>228</sup>

**Tablo 3. Temel Bileşenler Analizine Bağlı Faktör Sayısı Ve Açıklanan Varyans Yüzdesi (Total Variance Explained)**

Bileşen	Başlangıç Öz değerleri			Başlangıç Faktör Yükleri			Rotasyon Sonrası Faktör Yükleri		
	Top.	Var.%	Küm.%	Top.	Var.%	Küm.%	Top.	Var.%	Küm.%
1	4,970	20,707	20,707	4,970	20,707	20,707	3,281	13,669	13,669
2	3,132	13,049	33,756	3,132	13,049	33,756	2,643	11,014	24,683
3	2,075	8,645	42,402	2,075	8,645	42,402	2,273	9,469	34,152
4	1,816	7,565	49,967	1,816	7,565	49,967	2,266	9,440	43,592
5	1,462	6,094	56,060	1,462	6,094	56,060	2,202	9,176	52,768
6	1,238	5,157	61,217	1,238	5,157	61,217	2,028	8,449	61,217
7	1,007	4,198	65,415						
8	,837	3,487	68,902						
9	,794	3,308	72,210						
10	,743	3,095	75,306						
11	,689	2,871	78,177						
12	,659	2,745	80,922						
13	,581	2,420	83,342						
14	,522	2,176	85,518						
15	,483	2,013	87,531						
16	,441	1,839	89,370						
17	,418	1,740	91,111						
18	,378	1,575	92,685						
19	,359	1,496	94,181						
20	,355	1,480	95,661						
21	,314	1,309	96,969						
22	,269	1,120	98,089						
23	,241	1,002	99,092						
24	,218	,908	100,000						

<sup>228</sup> Şeref Kalaycı, *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Dinamik Akademi Yayınları, Ankara, 9. Baskı, s.322.



Temel bileşenler analizi sonucunda elde edilen verilere göre 6 faktör oluştuğu tablo 7’de görülmektedir. Oluşan 6 faktör toplam varyansın %61,217’sini açıklamaktadır. Yani altı faktörün bireysel yatırımcılarda görülen yatırımcı eğilimlerinin %61,217’sini açıkladığını ifade etmektedir.

Ortaya çıkan faktörlere Varimax rotasyonu uygulanmış ve değişkenlerin açıkladığı toplam varyansa bir değişiklik ortaya çıkmamıştır. Fakat rotasyon uygulanan faktörlerin açıkladığı varyans miktarının toplam varyans içindeki oranlarında değişiklik meydana gelmiştir. Bu şekilde rotasyon uygulanmasının ardından yeni bir faktör yükleme matrisi (Rotated Component Matrix) elde edilmiştir.

**Tablo 4. Rotasyon Sonrası Faktör Yükleme Matrisi (Rotated Component Matrix)**

DEĞİŞKENLER	Bileşenler					
	1	2	3	4	5	6
A. Güven 1	<b>,763</b>	-,025	,090	,110	-,017	,190
A. Güven 2	<b>,802</b>	-,058	,057	,052	-,136	,133
A. Güven 3	<b>,858</b>	,062	,032	-,015	,027	,029
A. Güven 4	<b>,764</b>	,026	,012	-,043	,237	-,077
A. Güven 5	<b>,811</b>	-,005	,018	,037	,062	,030
A. İyimserlik 1	,025	<b>,705</b>	-,012	,065	,167	,172
A. İyimserlik 2	,040	<b>,762</b>	,002	,134	,067	,155
A. İyimserlik 3	,028	<b>,751</b>	,104	,063	-,045	,035
A. İyimserlik 4	-,004	<b>,658</b>	,161	,167	,017	,092
A. İyimserlik 5	-,126	<b>,591</b>	,091	,100	,316	,020
K. Kaçınma 1	,055	,035	<b>,682</b>	,116	,118	,178
K. Kaçınma 2	,037	,034	<b>,668</b>	,196	-,010	,117
K. Kaçınma 3	,063	,132	<b>,770</b>	,021	,014	,014
K. Kaçınma 4	,022	,093	<b>,756</b>	,036	,172	,018
P. Kaçınma 1	,047	,105	,014	,217	,274	<b>,604</b>
P. Kaçınma 2	,005	,085	,062	-,040	,085	<b>,747</b>
P. Kaçınma 3	,148	,194	,103	,130	-,041	<b>,596</b>
P. Kaçınma 4	,080	,075	,149	,089	,161	<b>,691</b>
Sürü P. 1	,104	,204	,106	<b>,834</b>	-,004	,141
Sürü P. 2	,008	,144	,200	<b>,802</b>	,016	,122
Sürü P. 3	,017	,139	,079	<b>,812</b>	,049	,061
Tutuculuk 1	,037	,132	,010	,203	<b>,656</b>	,131
Tutuculuk 2	,074	,073	,123	-,045	<b>,871</b>	,089
Tutuculuk 3	,041	,132	,170	-,114	<b>,802</b>	,192

Rotasyon uygulanmasının amacı, yorumlanabilir ve anlamlı faktörler elde etmektir. Tablo 8’de döndürülmüş faktör matrisi görülmektedir ve bu matris analizin nihai sonucudur. Elde edilen verilere göre değişkenler yorumlanabilir 6 faktör altında toplanmıştır. Değişkenler en yüksek değere sahip olduğu faktör altında değerlendirilmiş, faktör sayısı araştırmacı tarafından belirlenmiş ve tanımlanmıştır.

Birinci faktör altında bireysel yatırımcıların aşırı güven eğilimini ölçmeye yönelik 5 önerme yer almış ve 0,763 ile 0,858 arasında değere sahip olduğu tespit edilmiştir.

- Finansal yatırım aşamasında sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğumu düşünüyorum.(0,763)
- Kendi kendime aldığım finansal kararların sonucunda zarar etme ihtimalim düşüktür.(0,802)
- Yatırım araçları seçiminde başkalarına göre yetenekli olduğumu düşünüyorum.(0,858)
- Finansal yatırımlarım konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığıma dair kendime güvenim tamdır.(0,764)
- Düşüşlerde dahi kazandıran yatırım araçlarını bulurum.(0,811)

İkinci faktör altında ise aşırı iyimserlik eğilimi ile ilgili önermeler yer almaktadır. Toplam 5 önerme ile ortaya çıkan bu faktör 0,591 ile 0,762 arasında bir değere sahiptir.

- Finansal yatırımlarımın gelecek dönemde kazandıracağına olan beklentim güçlüdür. (0,705)
- Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak.(0,762)
- Gelecekte ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum.(0,751)
- Gelecek dönemde kendi portföyüm dışındaki finansal araçların kaybedeceğini düşünüyorum.(0,658)
- Ekonomik krizlerin, içinde büyük fırsatlar barındırdığına inanandanım.(0,591)

Üçüncü faktör ise kayıptan kaçınma eğilimini oluşturmaktadır ve 4 önerme 0,682 ile 0,770 arasında değere sahip olduğu tespit edilmiştir.

- Riski düşük yatırım araçlarını, getirisi yüksek yatırımlara göre daha çok tercih ederim.(0,682)

- Yatırımlarımdaki kayıplar sonucu oluşan üzüntü, beni kazançlar sonucu oluşan sevinçten daha fazla etkiler.(0,668)
- %100 olasılıkla 3000 TL kaybetmek yerine %80 olasılıkla 4000 TL kaybetmeyi tercih ederim.(0,770)
- %80 olasılıkla 4.000 TL kazanmak yerine %100 olasılıkla 3.000 TL kazanmayı tercih ederim.0,756)

Dördüncü faktör pişmanlıktan kaçınma eğilimini ölçmeye yönelik değişkenlerden oluşan 4 önerme ve ağırlık ölçüleri ise 0,596 ile 0,747 olarak tespit edilmiştir.

- Zarar ettiğim bir yatırım aracını zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım.(0,604)
- Benim için kazanan bir finansal varlığı satmak, kaybeden bir finansal varlığı satmaktan daha zordur.(0,747)
- Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımını yerine%15 kazandıran B yatırımını satarım.(0,596)
- Zarar eden bir yatırım aracını, alış maliyetini karşıladığında elimden çıkarırım.(0,691)

Beşinci faktör ise sürü psikolojisini ölçmeye yönelik hazırlanan önermeler toplamından oluşmaktadır. 3 önerme ile oluşan faktör 0,802 ile 0,834 arasında bir değer ile oluşmaktadır.

- Başarılı olmuş yatırımcıları takip etmek, en başarılı yatırım taktiğidir.(0,834)
- Piyasadaki diğer yatırımcıların kararları benim için önemlidir ve çoğunluğun kararlarını izlerim.(0,802)
- Borsada kurumsal yatırımcıları takip eden kazanır.(0,812)

Altıncı ve son faktör ise tutucuculuk (muhafazakarlık) eğilimini oluşturmaktadır. 3 önerme ile oluşan son faktörün değerleri 0,656 ile 0,871 arasında oluşmaktadır.

- Yeni bir yatırım aracına yönelmek beni tedirgin eder.(0,656)
- Yatırım stratejimin çok sağlam olduğuna inanıyorsam, yeni gelen kafa karıştırıcı bilgilere çok itibar etmem.(0,871)
- Kazanacağına kuvvetle inandığım bir yatırımım kaybetmeye başlasa dahi paniklemem ve orijinal stratejime sadık kalırım.(0,802)

### 3.1.5.5.Yatırımcı Eğilimlerinin Demografik Değişkenler ve Yatırımcı Profili Açısından Farklılık ve İlişki Testi Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde yatırımcıların finansal yatırım kararlarını alırken gösterdiği eğilimler incelenmiştir. Bu grupta bulunan iki grup arasındaki farklılıkların incelenmesi için (Independent Simple) T Testi, ikiden fazla örneklem değerlendirilmesinde ise Anova testi kullanılmıştır. Gruplanmayan önermeler ile yatırımcı eğilimlerinin karşılaştırılmasında korelasyon analizi kullanılmıştır. Aşağıda verilen tablolarda yatırımcı eğilimleri ile demografik değişkenler ve finansal okuryazarlık arasındaki farklılıklar test edilmiştir.

#### 3.1.5.5.1. Demografik Özellikler Açısından Aşırı Güven Eğiliminin Değerlendirilmesi

Ankete katılan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık ve ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir.

Araştırma kapsamında kullanılan alt hipotezler şu şekildedir;

H<sub>1</sub>: Cinsiyet ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>2</sub>: Medeni durum ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>3</sub>: Eğitim durumu ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>4</sub>: Yaş ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>5</sub>: Aylık gelir ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>6</sub>: Çocuk sayısı ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 5.Aşırı Güven Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	4.521	1.182	p=0,000	Red
Erkek	219	5.401	1.037		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	4.885	1.243	p=0,048	Red
Evli	212	5.123	1.126		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.496	0,978	p=0,114	Kabul
Lise	109	5.034	1.291		
Ön Lisans	71	4.876	1.123		

Lisans	141	5.062	1.113		
Master/Doktora	45	4.760	1.285		

Katılımcıların demografik özellikleri ile aşırı güven eğilimi analiz edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Aşırı güven eğilimi ile kadın ve erkek yatırımcılar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara oranla finansal yatırım kararında kendilerine aşırı güvenli davrandıkları tespit edilmiştir.

Aşırı güven eğilimi medeni duruma göre değerlendirildiğinde ise, evli katılımcılar ile bekâr katılımcılar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Finansal yatırım kararında evli katılımcıların bekar katılımcılara göre kendilerine aşırı güvenli davrandıkları görülmüştür.

Aşırı güven eğilimi eğitim durumları arasındaki farklılığa bakıldığında, yatırımcıların eğitim durumu ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

**Tablo 6. Aşırı Güven Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Aşırı Güven Eğilimi	H <sub>0</sub>
Çocuk Sayısı	R	0,068	Kabul
	p	0,237	
Yaş Grubu	R	0,079	Kabul
	p	0,120	
Aylık Gelir Grubu	R	0,130	Red
	p	0,010	

Katılımcıların demografik özellikleri ile aşırı güven eğiliminin korelasyon analizi sonucunda aşağıdaki bulgular elde edilmiştir;

İki değişken arasında hesaplanan Pearson korelasyon katsayısının yorumu aşağıdaki gibidir:<sup>229</sup>

<u>r</u>	<u>İlişki</u>
- 0,00-0,25	Çok zayıf bir ilişki
- 0,26-0,49	Zayıf bir ilişki

<sup>229</sup> Kalaycı, a.g.e., s.116.

- 0,50-0,69	Orta İlişki
- 0,70-0,89	Yüksek ilişki
- 0,90-1,0	Çok yüksek ilişki

Aşırı güven eğilimi ile katılımcıların çocuk sayısı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Aşırı güven eğilimi ile katılımcıların yaş grupları arasındaki ilişki değerlendirildiğinde ise anlamlı bir farklılığın olmadığı görülmektedir.

Ankete katılan bireylerin gelir durumu ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişkiye bakıldığında, anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Aşırı güven eğilimi ile aylık gelir durumu arasında pozitif yönlü çok zayıf bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Buna göre bireylerin gelir düzeyi arttıkça aşırı güven eğilimleri de artmaktadır.

### 3.1.5.5.2. Yatırımcı Profili İle Aşırı Güven Eğiliminin Değerlendirilmesi

Çalışmaya katılan yatırımcıların finansal okuryazarlık düzeyleri ile aşırı güven eğilimi açısından anlamlı bir farklılık ve ilişki olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak aşırı güven eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki farklılık ve ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>7</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>8</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>9</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>10</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 7. Aşırı Güven Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					
Evet	191	5.046	1.080	p=0,600	Kabul

Hayır	200	4.983	1.280		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	4.321	1.247	<b>p=0,001</b>	<b>Red</b>
Yıllık	7	5.029	1.344		
Aylık	82	4.922	1.103		
Haftalık	12	5.052	1.151		
Her Gün	144	5.217	1.178		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	4.487	1.399	<b>p=0,003</b>	<b>Red</b>
Az	96	4.994	1.205		
Normal	147	5.020	1.180		
Yüksek	95	5.004	1.100		
Çok Yüksek	23	5.782	0,804		

Tablo 11’de aşırı güven eğilimi ile yatırımcı profilleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı test edilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Ankete katılan bireysel yatırımcıların finans konusunda eğitim alma durumları ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Ancak bu önermeye verilen yanıtların ortalamalarına bakıldığında, finans konusunda eğitilmiş bireylerin aşırı güvenli hareket ettikleri görülmektedir.

Finans piyasalarındaki gelişmeleri takip etme sıklıkları incelendiğinde aşırı güven eğilimi ile anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Finansal piyasalardaki gelişmeleri her gün takip eden bireysel yatırımcıların, kendilerine aşırı güvenli davrandıkları ve bu nedenle finansal yatırım konusunda aldıkları kararların doğruluğuna son derece inandıkları düşünülmektedir.

Katılımcıların portföylerindeki risk oranını tanımlamaları ile aşırı güven eğilimi açısından anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların portföylerinin risk oranı tanımlamaları ile ilgili düşüncelerinin ortalamalarına bakıldığında, risk oranı en yüksek olan bireylerin diğer bireylere göre kendilerine daha fazla güvendiği görülmektedir.

**Tablo 8. Aşırı Güven Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil		Aşırı Güven Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	0,220	<b>Red</b>
	p	0,000	

Katılımcıların portföy büyüklükleri ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. İstatistiki açıdan bakıldığında ise yatırımcıların portföy büyüklükleri ile aşırı güven eğilimi arasında pozitif yönlü çok zayıf bir ilişkinin olduğu, bireysel yatırımcıların portföy büyüklüğü arttıkça aşırı güvenli hareket ettikleri görülmektedir.

### 3.1.5.5.3. Demografik Özellikler Açısından Aşırı İyimserlik Eğiliminin Değerlendirilmesi

Anket çalışmasına katılan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri ile aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı bir farklılık ve ilişkinin olup olmadığı belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak demografik faktörler ile aşırı iyimserlik eğilimi arasındaki alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>11</sub>: Cinsiyet ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>12</sub>: Medeni durum ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>13</sub>: Eğitim durumu ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>14</sub>: Yaş ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>15</sub>: Aylık gelir ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>16</sub>: Çocuk sayısı ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 9. Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	5.017	1.182	p=0,039	Red
Erkek	219	4.812	1.037		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	4.953	0,974	p=0,350	Kabul
Evli	212	4.860	0,978		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.272	1.086	p=0,206	Kabul
Lise	109	4.949	0,988		
Ön Lisans	71	4.958	0,932		



Lisans	141	4.811	0,998		
Master/Doktora	45	4.787	0,853		

Katılımcıların demografik özellikleri ile aşırı iyimserlik eğilimi analiz edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Aşırı iyimserlik eğilimi açısından kadın ile erkek yatırımcılar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; kadın yatırımcıların erkek yatırımcılara göre finansal yatırım kararında daha iyimser davrandıkları tespit edilmiştir.

Aşırı iyimserlik eğilimi, medeni durum ve eğitim durumuna göre değerlendirildiğinde anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Aşırı iyimserlik eğilimi ile demografik değişkenlerin ortalamalarına bakıldığında ise, bekar yatırımcıların finansal yatırım kararlarında daha iyimser olduğu ayrıca eğitim seviyesi arttıkça iyimserliğin azaldığı görülmektedir.

**Tablo 10. Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Aşırı İyimserlik Eğilimi	H <sub>0</sub>
<b>Çocuk Sayısı</b>	R	0,002	<b>Kabul</b>
	p	0,976	
<b>Yaş Grubu</b>	R	0,114	<b>Red</b>
	p	0,025	
<b>Aylık Gelir Grubu</b>	R	-0,017	<b>Kabul</b>
	p	0,478	

Katılımcıların demografik özellikleri ile aşırı iyimserlik eğiliminin korelasyon analizi sonucunda aşağıdaki bulgular elde edilmiştir;

Tablo 14'te aşırı iyimserlik eğilimi ile çocuk sayısı ve aylık gelir grubu arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Ancak aşırı iyimserlik eğilimi ile bireysel yatırımcıların yaş grupları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bireylerin yaş grubu ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında istatistiki açıdan pozitif yönlü çok zayıf bir ilişkinin olduğu, bireylerin yaş aralığı arttıkça finansal yatırımlarında daha iyimser davrandıkları görülmektedir.

### 3.1.5.5.4. Yatırımcı Profili İle Aşırı İyimserlik Eğilimi Değerlendirilmesi

Araştırmaya katılan yatırımcıların finansal okuryazarlık düzeyleri ile aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı bir farklılık ve ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak aşırı iyimserlik eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki farklılık ve ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>17</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>18</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>19</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>20</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 11. Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					
Evet	191	4.803	0,938	<b>p=0,048</b>	<b>Red</b>
Hayır	200	4.998	1.005		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	4.670	1.024	<b>p=0,017</b>	<b>Red</b>
Yıllık	7	5.029	1.235		
Aylık	82	4.976	0,920		
Haftalık	12	5.112	0,937		
Her Gün	144	4.739	0,986		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	5.173	0,840	<b>p=0,432</b>	<b>Kabul</b>
Az	96	4.806	1.009		
Normal	147	4.867	0,986		
Yüksek	95	4.960	0,929		
Çok Yüksek	23	4.948	1.127		

Tablo 15’de aşırı iyimserlik eğilimi ile yatırımcı profilleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Ankete katılan bireysel yatırımcıların finans konusunda eğitim alma durumu ve finans piyasalarındaki gelişmeleri takip etme sıklığı ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca bu önermelere verilen yanıtların ortalamalarına bakıldığında, finans konusunda eğitim almayan ve finansal gelişmeleri yakından takip etmeyen bireysel yatırımcıların finansal yatırımlarında daha iyimser davrandığı görülmektedir.

Katılımcıların portföylerindeki risk oranını tanımlamaları ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Katılımcıların portföylerinin risk oranı tanımlamaları ile ilgili düşüncelerinin ortalamalarına bakıldığında, risk oranı en düşük olan bireysel yatırımcıların diğer yatırımcılara göre daha iyimser yaklaşım gösterdikleri belirtilmiştir.

**Tablo 12. Aşırı İyimserlik Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil		Aşırı Güven Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	-0,036	Kabul
	p	0,478	

Anket çalışmasına katılan bireysel yatırımcıların yatırım portföylerinin büyüklüğü ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

### 3.1.5.5.5. Demografik Özelliklerin Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi

Ankete katılan yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimleri ile demografik değişkenler açısından anlamlı bir farklılık ve ilişkinin olup olmadığı tespit edilmiştir.

Araştırma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile demografik faktörler arasındaki alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>21</sub>: Cinsiyet ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>22</sub>: Medeni durum ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>23</sub>: Eğitim durumu ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>24</sub>: Yaş ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>25</sub>: Aylık gelir ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>26</sub>: Çocuk sayısı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 13. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	4.999	0,951	<b>p=0,909</b>	<b>Kabul</b>
Erkek	219	5.010	1.049		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	5.049	0,969	<b>p=0,430</b>	<b>Kabul</b>
Evli	212	4.968	1.037		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.050	1.188	<b>p=0,914</b>	<b>Kabul</b>
Lise	109	4.989	1.016		
Ön Lisans	71	5.070	0,927		
Lisans	141	4.954	1.082		
Master/Doktora	45	5.078	0,744		

Katılımcıların demografik özellikleri ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi analiz edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Tablo 17'deki analiz sonuçlarına göre pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile cinsiyet, medeni durum ve eğitim durumu arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Ancak pişmanlıktan kaçınma ile demografik değişkenlerin ortalamalarına bakıldığında, erkek ve bekar yatırımcıların pişmanlıktan kaçınarak risksiz yatırım araçlarına yöneldiği görülmektedir.

**Tablo 14. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Pişmanlıkta Kaçınma Eğilimi	H <sub>0</sub>
<b>Çocuk Sayısı</b>	R	-0,103	<b>Red</b>
	p	0,043	
<b>Yaş Grubu</b>	R	0,015	<b>Kabul</b>
	p	0,771	

<b>Aylık Gelir Grubu</b>	R	-0,073	<b>Kabul</b>
	p	0,143	

Katılımcıların demografik özellikleri ile pişmanlıktan kaçınma eğiliminin korelasyon analizi sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile bireysel yatırımcıların çocuk sayısı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bireylerin çocuk sayısı ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında istatistiki açıdan negatif yönlü ve çok zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların yaş ve aylık gelir durumu arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

### **3.1.5.5.6. Yatırımcı Profili İle Pişmanlıktan Kaçınma Eğiliminin Değerlendirilmesi**

Ankete katılan bireysel yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimlerinin incelenmesine yönelik sorulan sorular ile bireysel yatırımcıların finansal okuryazarlık düzeyinin belirlenmesinde kullanılan sorulara farklılık testi uygulanmıştır.

Araştırma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>27</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>28</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>29</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>30</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 15. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

<b>Değişkenler</b>	<b>Frekans</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Standart Sapma</b>	<b>Test Değeri</b>	<b>H<sub>0</sub></b>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					

Evet	191	4.899	0,995	<b>p=0,042</b>	<b>Red</b>
Hayır	200	5.106	1.009		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	4.599	0,960	<b>p=0,087</b>	<b>Kabul</b>
Yıllık	7	5.179	0,943		
Aylık	82	5.061	0,971		
Haftalık	12	5.113	1.001		
Her Gün	144	4.983	1.030		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	4.858	0,951	<b>p=0,753</b>	<b>Kabul</b>
Az	96	4.938	0,985		
Normal	147	5.015	0,990		
Yüksek	95	5.071	1.041		
Çok Yüksek	23	5.141	1.158		

Tablo 19’da pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile yatırımcı profilleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların finans konusunda eğitim alma durumu ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Ayrıca finans konusunda eğitilmiş kişilerin pişmanlıktan kaçınmayarak riskli yatırım araçlarını tercih ettikleri görülmektedir.

Yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile finans piyasalarındaki gelişmeleri takip etme sıklığı ve portföylerindeki risk oranları arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı görülmektedir. Bunun yanında finansal piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmeyen bireylerin pişmanlıktan kaçındıkları, yine portföylerinin risk oranının en düşük olduğu bireylerin pişmanlıktan kaçınarak risksiz yatırım araçlarını tercih ettikleri görülmüştür.

**Tablo 16. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil		Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	-0,003	<b>Kabul</b>
	p	0,959	

Tablo 20’ye göre pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile yatırımcıların portföylerinin büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

### 3.1.5.5.7. Demografik Özelliklerin Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi

Araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların kayıptan kaçınma eğilimi ile demografik özellikleri açısından anlamlı bir farklılık ve ilişki olup olmadığı belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak kayıptan kaçınma eğilimi ile demografik faktörler arasındaki alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>31</sub>: Cinsiyet ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>32</sub>: Medeni durum ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>33</sub>: Eğitim durumu ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>34</sub>: Yaş ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>35</sub>: Aylık gelir ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>36</sub>: Çocuk sayısı ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 17. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	5.403	1.000	p=0,009	Red
Erkek	219	5.127	1.056		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	5.035	0,860	p=0,039	Red
Evli	212	5.366	1.163		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.380	1.102	p=0,135	Kabul
Lise	109	5.362	0,945		
Ön Lisans	71	5.405	1.043		
Lisans	141	5.115	1.066		
Master/Doktora	45	5.067	1.098		

Tablo 21’de kayıptan kaçınma eğilimi ile yatırımcıların demografik özellikleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Kayıptan kaçınma eğilimi ile cinsiyet arasındaki ilişkiye bakıldığında anlamlı bir farklılığın olduğu görülmektedir. Kadın yatırımcıların erkek yatırımcılara göre, daha az riskli yatırımlara yönelerek kayıptan kaçınma eğiliminde oldukları tespit edilmiştir.

Kayıptan kaçınma eğilimi açısından bekar ve evli yatırımcılar arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Evli yatırımcıların bekar yatırımcılara oranla daha risksiz yatırım araçlarını tercih ederek kayıptan kaçındıkları görülmektedir. Bireysel yatırımcıların eğitim durumları ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında ise anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

**Tablo 18. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Kayıptan Kaçınma Eğilimi	H <sub>0</sub>
Çocuk Sayısı	R	-0,125	Red
	p	0,013	
Yaş Grubu	R	-0,041	Kabul
	p	0,421	
Aylık Gelir Grubu	R	-0,079	Kabul
	p	0,120	

Katılımcıların demografik özellikleri ile kayıptan kaçınma eğiliminin korelasyon analizi sonucunda aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

Kayıptan kaçınma eğilimi ile katılımcıların çocuk sayısı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların çocuk sayısı ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında istatistikî açıdan negatif yönlü çok zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Tablo 22’ye göre yatırımcıların çocuk sayısı arttıkça kayıptan kaçınma eğilimine yöneldikleri belirlenmiştir.

Çalışmaya katılan bireylerin yaş ve aylık gelir grupları ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.



### 3.1.5.5.8. Yatırımcı Profili İle Kayıptan Kaçınma Eğiliminin Değerlendirilmesi

Çalışmaya katkıda bulunan bireysel yatırımcıların kayıptan kaçınma eğilimlerinin değerlendirilmesine yönelik sorular ile yatırımcıların finansal profillerinin ölçülmesinde kullanılan önermelere farklılık ve ilişki testleri uygulanmış ve yapılan testlerden ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiş ve sonuçlar analiz edilip yorumlanmıştır.

Araştırma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak kayıptan kaçınma eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki farklılık ve ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>37</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>38</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>39</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>40</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 19. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					
Evet	191	5.137	1.006	<b>p=0,040</b>	<b>Red</b>
Hayır	200	5.354	1.063		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	4.822	1.000	<b>p=0,046</b>	<b>Red</b>
Yıllık	7	5.500	0,901		
Aylık	82	5.180	1.077		
Haftalık	12	5.398	0,993		
Her Gün	144	5.262	1.050		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	5.125	1.139	<b>p=0,586</b>	<b>Kabul</b>
Az	96	5.169	1.011		
Normal	147	5.236	1.086		
Yüksek	95	5.324	0,898		
Çok Yüksek	23	5.500	1.277		

Tablo 23'te kayıptan kaçınma eğilimi ile yatırımcı profilleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların finans konusunda eğitim alma durumu ve finans piyasalarını takip etme sıklıkları ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Finans konusunda eğitim almayan yatırımcıların riskli yatırımlardan kaçınarak karar verdiği görülmektedir. Finansal gelişmeleri sıklıkla takip eden yatırımcıların ise yatırımlarında kayıptan kaçınarak karar verdikleri görülmektedir.

Çalışmaya katılan yatırımcıların portföylerinin risk oranlarını tanımladıkları değişkenler ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

**Tablo 20. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil		Kayıptan Kaçınma Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	-0,029	Kabul
	p	0,565	

Tablo 24'e göre kayıptan kaçınma eğilimi ile yatırımcıların portföylerinin büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

### 3.1.5.5.9. Demografik Özelliklerin Tutuculuk Eğilimi Açısından Değerlendirilmesi

Anket çalışmasına katılan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık ve ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir.

Araştırma kapsamında kullanılan alt hipotezler şu şekildedir;

H<sub>41</sub>: Cinsiyet ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>42</sub>: Medeni durum ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>43</sub>: Eğitim durumu ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>44</sub>: Yaş ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>45</sub>: Aylık gelir ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>46</sub>: Çocuk sayısı ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 21. Tutuculuk Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	5.012	1.174	p=0,816	Kabul
Erkek	219	4.483	1.214		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	4.950	1.184	p=0,485	Kabul
Evli	212	5.035	1.206		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.080	1.086	p=0,582	Kabul
Lise	109	5.080	1.150		
Ön Lisans	71	4.930	1.179		
Lisans	141	4.894	1.201		
Master/Doktora	45	5.170	1.372		

Tutuculuk eğilimi bakımından demografik faktörler incelendiğinde gruplar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Tutuculuk eğilimi ile demografik değişkenlerin ortalamalarına bakıldığında 4,50'nin üzerinde olduğu, anlamlı bir farklılık olmamasına rağmen bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararlarında tutuculuk eğilimi göstererek her koşulda aynı yatırım araçlarını tercih ettikleri görülmüştür.

**Tablo 22. Tutuculuk Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Tutuculuk Eğilimi	H <sub>0</sub>
<b>Çocuk Sayısı</b>	R	-0,046	Kabul
	p	0,37	
<b>Yaş Grubu</b>	R	0,033	Kabul
	p	0,515	
<b>Aylık Gelir Grubu</b>	R	-0,067	Kabul
	p	0,184	

Anket çalışmasına katılan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. H<sub>0</sub> hipotezi kabul edilmiştir.

### 3.1.5.5.10. Yatırımcı Profili İle Tutuculuk Eğilimi Değerlendirilmesi

Çalışmaya katkıda bulunan bireysel yatırımcıların tutuculuk eğilimlerinin değerlendirilmesine yönelik sorulan sorular ile yatırımcıların finansal profillerinin ölçülmesinde kullanılan önermelere farklılık ve ilişki testleri uygulanmış ve yapılan

testlerden ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiş ve sonuçlar analiz edilip yorumlanmıştır.

Araştırma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak tutuculuk eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki farklılık ve ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>47</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>48</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>49</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>50</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 23. Tutuculuk Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					
Evet	191	4.995	1.210	<b>p=0,987</b>	<b>Kabul</b>
Hayır	200	4.997	1.184		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	4.588	1.236	<b>p=0,000</b>	<b>Red</b>
Yıllık	7	4.952	1.079		
Aylık	82	5.285	1.171		
Haftalık	12	5.242	1.187		
Her Gün	144	4.736	1.137		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	4.822	1.253	<b>p=0,040</b>	<b>Red</b>
Az	96	4.837	1.012		
Normal	147	5.229	1.217		
Yüksek	95	4.930	1.229		
Çok Yüksek	23	4.667	1.382		

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların finansal profilleri ile tutuculuk eğilimleri değerlendirilmiş ve aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

Yatırımcıların finansal profilini oluşturan değişkenler arasında finans konusunda eğitim alma durumu ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

Katılımcıların finans piyasalarındaki gelişmeleri takip etme sıklığı ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Piyasalardaki gelişmeleri daha sıklıkla takip eden bireysel yatırımcıların, piyasaları yakından takip etmeyen bireysel yatırımcılara göre finansal yatırım kararlarında daha tutucu davrandıkları görülmektedir.

Tutuculuk eğilimi ile anlamlı bir farklılığın olduğu diğer bir değişken ise yatırımcıların portföylerinin risk oranını tanımlama dereceleridir. Tabloya bakıldığında, tutuculuk eğilimi en az portföylerinin risk oranının çok yüksek olduğu yatırımcılarda görülmüştür. Buna göre riskli seven yatırımcıların yatırım kararlarında muhafazakar davranmadıkları anlaşılmaktadır.

**Tablo 24. Tutuculuk Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil		Tutuculuk Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	-0,052	Kabul
	p	0,302	

Yatırımcıların finansal profilini oluşturan değişkenler arasında bireysel yatırımcıların portföy büyüklük durumu ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

### 3.1.5.5.11. Demografik Özellikler Açısından Sürü Psikolojisi Eğiliminin Değerlendirilmesi

Araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların sürü psikolojisi eğilimi ile demografik özellikleri açısından anlamlı bir farklılık ve ilişki olup olmadığı belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak sürü psikolojisi eğilimi ile demografik faktörler arasındaki alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>51</sub>: Cinsiyet ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>52</sub>: Medeni durum ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>53</sub>: Eğitim durumu ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>54</sub>: Yaş ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>55</sub>: Aylık gelir ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>56</sub>: Çocuk sayısı ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 25.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Cinsiyet</b>					
Kadın	172	5.331	1.131	p=0,633	Kabul
Erkek	219	5.275	1.170		
<b>Medeni Durum</b>					
Bekar	179	5.361	1.151	p=0,334	Kabul
Evli	212	5.248	1.152		
<b>Eğitim Durumu</b>					
İlk Öğretim	25	5.293	1.263	p=0,032	Red
Lise	109	5.364	1.170		
Ön Lisans	71	5.540	1.090		
Lisans	141	5.276	1.030		
Master/Doktora	45	4.844	1.394		

Sürü psikolojisi eğilimi demografik faktörler bakımından değerlendirildiğinde, kadın ve erkek yatırımcılar arasında anlamlı bir farklılık ortaya çıkmamıştır. Ortalamalara bakıldığında ise birbirine yakınlık gösterdiği söylenebilir.

Sürü psikolojisi eğilimi medeni durum açısından değerlendirildiğinde ise, evli ve bekar katılımcılar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

Katılımcıların eğitim durumları incelendiğinde, eğitim düzeyi arttıkça bireyler sürü psikolojisinden uzaklaşarak, diğer yatırımcılardan etkilenmeyerek, finansal yatırımlarını kendi tercih ve kararlarına göre yönlendirmektedirler.

**Tablo 26.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Demografik Özellikler		Sürü Psikolojisi Eğilimi	H <sub>0</sub>
Çocuk Sayısı	R	-0,154	Red
	p	0,002	
Yaş Grubu	R	-0,084	Kabul
	p	0,096	

<b>Aylık Gelir Grubu</b>	R	-0,013	<b>Kabul</b>
	p	0,794	

Katılımcıların demografik özellikleri ile sürü psikolojisi eğiliminin korelasyon analizi sonucunda aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

Sürü psikolojisi eğilimi ile katılımcıların çocuk sayısı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların çocuk sayısı ile kayıptan kaçınma eğilimi arasında istatistiki açıdan negatif yönlü çok zayıf bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Tablo 30'a göre yatırımcıların, çocuk sayısı arttıkça diğer yatırımcı kararlarından etkilenmeden yatırımlarını kendi tercih ve isteklerine göre yönlendirdikleri ortaya çıkmaktadır.

Çalışmaya katılan bireylerin yaş ve aylık gelir grupları ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

### **3.1.5.5.12. Yatırımcı Profili İle Sürü Psikolojisi Eğiliminin Değerlendirilmesi**

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların sürü psikolojisi eğilimlerinin değerlendirilmesine yönelik sorulan sorular ile yatırımcıların finansal profillerinin ölçülmesinde kullanılan önermelere farklılık ve ilişki testleri uygulanmış ve yapılan testlerden ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiş ve sonuçlar analiz edilip yorumlanmıştır.

Araştırma kapsamında oluşturulan ana hipotezlere bağlı olarak sürü psikolojisi eğilimi ile finansal okuryazarlık düzeyi arasındaki farklılık ve ilişkinin değerlendirilmesi açısından oluşturulan alt hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>57</sub>: Finans konusunda eğitim alıp almama durumları ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>58</sub>: Finansal piyasaları takip etme sıklıkları sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>59</sub>: Portföylerinin risk oranları ile ilgili düşünceleri sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H<sub>60</sub>: Yatırım portföylerinin büyüklük durumu ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Tablo 27.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından Farklılık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Frekans	Ortalama	Standart Sapma	Test Değeri	H <sub>0</sub>
<b>Finans Konusunda Eğitim Alma Durumu</b>					
Evet	191	5.197	1.161	p=0,084	Kabul
Hayır	200	5.399	1.137		
<b>Finans Piyasalarındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklığı</b>					
İzlemiyorum	38	5.254	1.032	p=0,927	Kabul
Yıllık	7	5.000	1.453		
Aylık	82	5.313	0,987		
Haftalık	12	5.266	1.242		
Her Gün	144	5.347	1.188		
<b>Portföylerinin Risk Oranı Tanımlamaları ile İlgili Düşünceler</b>					
Çok Az	30	5.422	0,821	p=0,012	Red
Az	96	5.264	1.033		
Normal	147	5.082	1.327		
Yüksek	95	5.526	1.037		
Çok Yüksek	23	5.739	1.000		

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların finansal profilleri ile sürü psikolojisi eğilimleri değerlendirilmiş ve aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların finans konusunda eğitim alma durumu ve finans piyasalarını takip etme sıklıkları ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir. Ancak finans konusunda eğitim almayan ve finansal gelişmeleri takip etmeyen yatırımcıların bu önermelere verdikleri cevapların ortalamalarına bakıldığında, finans konusunda eğitim almayan yatırımcıların diğer yatırımcılardan etkilenecek en çok tercih edilen yatırım aracına yöneldikleri söylenebilir. Finans piyasalarındaki gelişmeleri sıklıkla takip eden yatırımcıların da diğer yatırımcıların etkisinde kalarak sürü psikolojisi eğiliminde olduğu görülmektedir.

Çalışmaya katılan yatırımcıların portföylerinin risk oranlarını tanımladıkları değişkenler ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Risk oranı yüksek portföye sahip yatırımcıların, diğer bireysel yatırımcılardan etkilenecek yatırımlarını o yönde tercih ettikleri söylenebilir.

**Tablo 28.Sürü Psikolojisi Eğilimi Açısından İlişki Testi Sonuçları**

Yatırımcı Eğilimleri/Finansal Profil	Sürü Psikolojisi Eğilimi	H <sub>0</sub>
Yatırım Portföylerinin Büyüklük Durumu	R	-0,027
		Kabul



	p	0,583	
--	---	-------	--

Bireysel yatırımcıların finansal profilini oluşturan değişkenler arasında bireysel yatırımcıların portföy büyüklük durumu ile sürü psikolojisi eğilimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

## SONUÇ

Geleneksel finans teorisi, finansal piyasalarda oluşan hareketliliği açıklarken, piyasada bulunan yatırımcıların rasyonel davrandıklarını, finansal kararlarını beklenen fayda teorisinin ileri sürdüğü öngörülere göre şekillendirdiklerini ve yatırımcıları tamamen faydacı bireyler olarak varsaymakta, bireylerin finansal yatırım kararı alırken nasıl hareket ettiğinden ziyade nasıl hareket etmesi gerektiğini öne sürmektedir. Ancak piyasalarda bulunan yatırımcıların her zaman beklenen fayda teorisine göre hareket etmediği, yatırımcıların tamamen faydacı davranmadığı yapılan çalışmalar ile gözlemlenmiş ve geleneksel finans teorilerinin yatırımcı davranışlarını açıklama konusunda yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır.

Geleneksel finans yaklaşımının teori, model ve hipotezler ile açıklayamadığı bazı durumları davranışsal finans açıklanmaya çalışılmıştır. Özellikle piyasaların her zaman etkin olduğunu vurgulayan geleneksel finans yaklaşımı, piyasada oluşan dalgalanma ve anomalileri açıklamadaki yetersizliği davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Daniel Kahneman ve Amon Tversky 1979 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalarında beklenen fayda teorisine getirdikleri eleştiriler ile beklenti teorisini ortaya çıkarmışlardır. Bu çalışma ile birlikte davranışsal finans kavramı, finans literatüründe yerini almıştır.

Geleneksel finans teorisi yatırımcıyı rasyonel davranan birey olarak ele almaktadır. Davranışsal finans yaklaşımı ise, yatırımcıyı rasyonel değil normal

kabul etmekle beraber irrasyonel davrandığı üzerinde durmuştur. Bu bağlamda yatırımcıların karar alma aşamasında gösterdikleri bazı yanlısamları ve irrasyonel davranışları incelenmiştir. Yapılan çalışmalar ile bu durumun nedenini, yatırımcı davranışlarının her zaman mantıksal değil, psikolojik eğilimler, önyargılar ve duygular ile hareket ettiği gösterilmektedir.

Çalışmada ilk olarak geleneksel finans yaklaşımını oluşturan teori, model ve hipotezler ele alınmış ve davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlayan ve geleneksel finans teorileri ile açıklanamayan anomaliler ele alınmaktadır. Bununla beraber davranışsal finans yaklaşımı, kavramı, ortaya çıkışı ve tarihsel gelişimi, diğer bilim dalları ile olan ilişkisi incelenmiş, teori ve modelleri ele alınmış ve yatırımcıların karar alma sürecinde etkili olan eğilimlere yer verilmiştir. Bireylerin demografik özellikleri ve finansal profilleri ile yatırım tercihlerini etkileyen bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerinden, yatırımcılar üzerinde en fazla görülen ve üzerine en çok araştırma gerçekleştirilen, “aşırı güven”, “aşırı iyimserlik”, “pişmanlıktan kaçınma”, “kayıptan kaçınma”, “tutuculuk” ve “sürü psikolojisi” eğilimleri aralarındaki ilişkiye bakılmıştır.

Araştırmada 391 bireysel yatırımcı üzerinde uygulanan anket çalışmasında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Anketi katılan bireysel yatırımcının %44’ü kadın, %60’ı erkek katılımcılardan oluşmaktadır. Katılımcıların büyük çoğunluğu 30-39 yaş aralığında yer almakla beraber %54,2’si evli katılımcılardan oluşmaktadır. Anketi yanıtlayan bireysel yatırımcıların %36,1’i lisans mezunu ve %42,2’lik kısmının aylık ortalama geliri 3.001-5.000 TL arasındadır. Bireysel yatırımcıların %44,5’lik kısmını ise özel sektörde ücretli meslek grubu oluşturmaktadır.

Katılımcıların %51,2’si daha önce finans konusunda eğitim almadığını belirtmiş ve bu oran anket katılımcılarının neredeyse yarısının finans konusunda eğitim aldığını göstermektedir. Yatırım portföyü büyüklüğüne bakıldığında %38,6’sı 1.000-25.000 TL arasında yatırım yaptığını belirtmiş, yatırımcıların en çok geleneksel yatırım aracı olan altına %54,5 ile yatırım yaptığını, daha sonra çoğunlukla TL ve döviz mevduat hesaplarına yatırım yapıldığı sonucuna ulaşılmıştır. En az yatırım yapılan finansal araç ise tahvil/bono olmuştur. Katılımcıların %67,5’i her gün ve haftalık olarak finansal piyasaları sıklıkla takip ettikleri, yatırımlarını

etkileyen faktörlerinin ise çoğunlukla getiri oranı ile beklentileri, devamlı gelir isteği ve sermayeyi koruma arzusu için yapıldığı belirtilmiştir. Ayrıca katılımcıların %37,6'sı portföylerinin risk durumunu normal olarak görürken, yatırım portföylerini takip ederken en çok internetten faydalandıklarını daha sonra kendi değerlendirmeleri ile hareket ettiklerini en az ise aracı kurum ve şirket raporlarından faydalandığı sonucuna ulaşmıştır.

Ankete katılan bireysel yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerinin ölçülmesi amacı ile hazırlanan anket çalışmasında bulunan önermelerde 7'li likert ölçeği uygulanmıştır. Anket katılımcılarının değişkenlere vermiş oldukları yanıtlar sonucunda ortalamaları incelendiğinde, katılımcıların 5,300 ortalama ile sosyal çevrelerine ve diğer yatırımcılara göre hareket ettikleri yani sürü psikolojisi eğilimi gösterdikleri, 5,248 ortalama ile kayıptan kaçınma eğilimi belirttikleri, 5,014 ortalama ile kendilerine aşırı güvendiklerini belirtmişlerdir. Yatırımcılar 5,005 ortalama ile zarara uğrasalar da ellerindeki ürünü satmadıkları yani pişmanlıktan kaçınma belirtileri gösterdiklerini, 4,996 ile piyasaya gelen yeni bilgi ve gelişmeleri yok saydığı ve mevcut yatırımlarına devam ettiği yani tutucuk eğilimi sergilediği sonucuna ulaşılmıştır. Katılımcılar son olarak değişkenlere verilen yanıtlar sonucu 4,903 ortalama ile yapmış oldukları yatırımlara karşı aşırı iyimser oldukları yani sonuçların kendi tahmin ve istekleri doğrultusunda oluşacağı şeklinde yanıt vermişlerdir. Genel olarak yatırımcıların finansal yatırım esnasında bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerde bulunduğu ve bu eğilimleri ile hareket ettiği değişkenlere verilen yanıtlar sonucunda gözlemlenmiştir.

Yatırımcıların demografik özellikleri ve yatırımcı profilleri ile yatırımcı eğilimleri arasında farklılık testleri uygulanmıştır. Farklılık testlerinden önce yatırımcı eğilimleri ile ilgili 24 değişken faktör analizi uygulanmış ve yatırımcılar tarafından 24 değişkene verilen yanıtlar sonucunda 6 faktör oluşmuştur. Farklılık testleri ortaya çıkan bu 6 faktör üzerinden uygulanmıştır.

Demografik özellikler ile aşırı güven eğilimi farklılık ve ilişki testleri incelenmiştir. Demografik özelliklere göre, cinsiyet durumuna göre erkeklerin daha fazla aşırı güven eğilimi sergilediği, medeni duruma göre ise evli bireylerin bu eğilime daha çok sahip oldukları görülmüştür. Aylık gelir durumuna bakıldığında ise aşırı güven eğilimi ve aylık gelir durumu arasında çok zayıf yönlü pozitif ilişki

olduğu yani gelir düzeyi arttıkça aşırı güven eğiliminin de artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Yatırımcıların finansal profili ve aşırı güven eğilimi farklılık ve ilişki testleri değerlendirildiğinde ise, finans piyasalarını takip edenler ve etmeyenler arasında farklılık tespit edilmiş, piyasaları sıklıkla takip edenlerin kendilerine daha fazla güvendikleri görülmüştür. Katılımcıların portföylerindeki risk oranını tanımlamaları ile aşırı güven eğilimi açısından anlamlı bir farklılık bulunmuş, portföylerini riskli gören yatırımcıların kendine daha çok güvendiği tespit edilmiştir. Yine portföy büyüklükleri ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, anlamlı bir farklılığın gözlemlenmiş, ankete katılan yatırımcıların portföyleri büyüdükçe kendilerine olan güvenlerinin arttığı görülmüştür.

Aşırı iyimserlik eğilimi ile demografik özelliklerin farklılık ve ilişki testlerine bakıldığında, cinsiyet durumu ile bir farklılık olduğu, kadınlar erkeklere göre yatırımları konusunda daha iyimser olduğu yani, yatırımlarının kendi istek ve tahminlerine göre şekilleneceğine dair düşünceye kapıldıkları tespit edilmiştir. Aşırı iyimserlik eğilimi ile demografik özellikler arasında anlamlı bir farklılık yaş grubunda görülmüş, katılımcıların yaşı arttıkça finansal yatırımlarına karşı iyimserliklerinin de arttığı tespit edilmiştir.

Katılımcıların finansal profili ve aşırı iyimserlik eğilimi arasında farklılık ve ilişki testleri incelendiğinde, finans eğitimi alanlar ve almayanlar arasında anlamlı bir farklılık oldu görülmüş, finans konusunda eğitim alan yatırımcıların almayanlara göre yatırımlarını daha iyimser tanımladıkları görülmüştür. Bir diğer farklılık ise finans piyasalarını takip edenler ve etmeyenler arasında olduğu tespit edilmiştir.

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile demografik özelliklerin farklılık ve ilişki test sonuçlarına bakıldığında, sadece çocuk sayısı açısından anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Katılımcıların finansal profili ile pişmanlıktan kaçınma eğilimleri arasındaki farklılık testleri incelendiğinde ise yalnızca finans konusunda eğitim alma durumları ile aralarında bir farklılık bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Eğitim almayanların daha çok pişmanlıktan kaçındıkları tespit edilmiştir.

Kayıptan kaçınma eğilimi ile ilgili farklılık ve ilişki testlerine bakıldığında, demografik değişkenler içersinden cinsiyet, medeni durum ve çocuk sayısı değişkenleri arasında anlamlı bir farklılık ve ilişki görülmektedir. Kadın

yatırımcıların erkek yatırımcılara göre, evli yatırımcıların bekar yatırımcılara göre ve çocuk sayısı artış gösteren katılımcıların daha az riskli yatırımlara yöneldiği tespit edilmiştir. Yatırımcıların finansal profil değişkenleri arasında tespit edilen farklılıklar ise, finans konusunda eğitim almayanların, alanlara göre ve finans piyasalarını takip edenlerin, etmeyenlere göre daha fazla kayıptan kaçınma eğilimine sahip oldukları gözlemlenmiştir.

Tutuculuk eğilimi ile demografik değişkenler arasında anlamlı bir farklılık ve ilişki gözlemlenmemiştir. Yatırımcıların finansal profili ile tutuculuk eğilimi arasında finans piyasalarını takip etme sıklığı ve portföylerinin risk oranı tanımları ile ilgili düşünceleri arasında anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Piyasaları takip eden yatırımcıların, etmeyen yatırımcılara göre daha tutucu oldukları tespit edilirken, ankete katılan bireysel yatırımcılardan portföylerinin riskini düşük gören yatırımcıların daha tutucu oldukları gözlemlenmiştir.

Sürü psikolojisi ile demografik değişkenler arasındaki farklılık ve ilişki testi sonuçlarına göre, eğitim durumu ve çocuk sayısı değişkenlerinde anlamlı bir farklılık ve ilişki görülmektedir. Eğitim durumu yüksek olan yatırımcılarda sürü psikolojisi etkisinin daha az görüldüğü tespit edilmiş, yani başkalarını taklit etme ya da başkasının fikirleri ile hareket etme gibi durumlardan uzak, kendi fikirleri ile yatırımlarını gerçekleştirdikleri görülmektedir. Çocuk sayısı ile görülen anlamlı ilişki ise negatif yönlü olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani çocuk sayısı arttıkça sürü psikolojisi azalmaktadır. Yatırımcıların finansal profili ile sürü psikolojisi arasındaki farklılık ve ilişki testi sonuçlarına göre, sadece portföylerinin risk oranı tanımları ile ilgili düşünceleri arasında anlamlı bir farklılık olduğu, portföylerinin risk durumunu düşük gören yatırımcıların sürü psikolojisine daha çok dahil oldukları tespit edilmiştir.

Araştırma çerçevesinde ortaya çıkan sonuçlara göre, yatırımcıların sergilediği bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerin bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkilediği, yatırımcıları rasyonellikten uzaklaştırdığı görülmektedir. Yatırımcıların yatırım aşamasında bu ve bunun gibi eğilimlerden uzak durması gerektiğini, bunun için bireylerin yatırım kararı vermeden önce eğitim alması gerektiği açıkça ortaya çıkmaktadır. Ancak insan yapısı itibari ile herhangi bir standardı bulunmaması

nedeni ile yatırım esnasında bu ve bunun gibi irrasyonel tutumlar gösterecektir ve bu durum ne yazık ki hiçbir zaman ortadan kaldırılamayacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abaan, E. D. (1998), "Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler", *TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 2002/3, Ankara.
- Akay, D.- Çetinyokuş, T.- Dağdeviren, M. (2002), 'Portföy Seçimi Problemi İçin Kds/Ga Yaklaşımı', *Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi*, C.17, S.4, (125-138).
- Akgüç, Ö.(1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basımevi, İstanbul.
- Akmut, Ö. (1989), *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara.
- Aksoy, T. ve Şahin, I. (2015), 'Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar' *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi Journal Of Economic Policy Researches*, Vol.2, Iss.2, (1-28).
- Aktaş, F.R. (2012), Davranışsal Finans Ve Yatırımcı Psikolojisi İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul.
- Allias, M.(1953), 'Le comportement de l'homme Rationnel Devant Le Risque: Critique Des Postulats Et Axiomes De L'école Américaine', *Econometrica*, Vol.21, Iss. 4, 1953, (503 - 546).
- Alper, D. - Ertan, Y (2008), 'Yatırım Fonu Seçim Kararlarında Çerçeveleme Etkisi' *Muhasebe Ve Finasman Dergisi*, S.37, (174-184).
- Altay, E. (2001). Varlık Fiyatlama Modelleri: Fvfm Ve Aft Ve İmkb'de Uygulaması, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul.
- Altay, E.(2008), 'Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının İncelenmesi', *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, C.2, S.1, (27-58).

- Angı, G.G. – Bekçi, İ. – Karataş, Ö.N. (2016), ‘Bireysel Hisse Senedi Yatırımcılarının Bilişsel Önyargıları Üzerine Bir Araştırma’ *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, S.70, (171-192).
- Arısoy, N.(1968),*Yeni Psikolojiye Giriş*, Öğretmen Okulları Kitapları, İstanbul.
- Atakan, T. (2009), ‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi Ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri İle Test Edilmesi’, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, C.37, S.2, (98-110).
- Atan, S.- Özdemir, Z.- Atan, M. (2009), ‘Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma’, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.24, S.2, (33-48).
- Ateş, A. (2007), Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Ateş, S. (2014), Finansal Okuryazarlık Ve Davranışsal Önyargılar: Bireysel Hisse Senedi Yatırımcısı Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Aydın, A. (2018), Bireysel Yatırım Kararlarında Demografik Değişkenler İle Davranışsal Eğilimler Arasındaki Farkın İncelenmesi: Kilis Örneği, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep.
- Aydın, Ü. - Ağan, B. (2016), ‘Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama’ *Ekonomi Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.12, S.2 (95-112)
- Barak, O.(2006), Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri -İMKB’de Bir Uygulama-, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi, Ankara.
- Barak, O.(2008), Davranışsal Finans, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Barber, B.M. and Odean, T. (2001), ‘Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment’, *The Quarterly Journal Of Economics*, Vol.116, Iss.2, (261-292).
- Barberis, N.- Huang, M.- Santos, T. (1999), ‘Prospect Theory and Asset Prices’, *Center for Research in Security Prices Working Paper*, Vol. 494, (1-49).
- Barberis, N.- Shleifer, A.- Vishny, R. (1998). ‘A Model Of Investor Sentiment’, *Journal Of Financial Economics*, Vol.49, (307-343).
- Barberis, N.- Shleifer, A.- Vishny, R. (1998), ‘A Model of Investor Sentiment’, *Journal of Financial Economics*, Vol 49, (307-343).
- Bayes T. (1958), “Studies in the History of Probability and Statistics:IX. Thomas Bayes’s Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances”, A Biographical Note(Biometrika), C.45, (293-315).
- Bekçi, İ. (2001), Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB’ de Bir Uygulama, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta.

- Bergstrom, T. (2011), ‘Notes on Uncertainty and Expected Utility’, *UCSB Economics 210A*, (1-22).
- Berk, N. (2000), *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bıtrak, İ. (2010), Türkiye’deki Makro Ekonomik Verilerin İmkb’de İşlem Gören Hisse Senetleri Getirileri Üzerine Etkisinin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Analizi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Bildik, R. (2000), *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Bolak, M. (1998), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayınevi, İstanbul.
- Bostancı, F. (2003), Davranışçı Finans, *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü*, İstanbul, (1-41).
- Bozkurt, V. (2011), Değişen Dünyada Sosyoloji Temeller, Kavramlar Kurumlar, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Bont, W.F.M. – Thaler, R. (1985), ‘Does the Stock Market Overreact’ the journal of finance, Vol:40, No.3 (793-805).
- Böyükaslan, A. (2012), “Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar.
- Bülbül, B. (2008), Risk Ve Getiri Kavramlarına Farklı Bir Yaklaşım: Davranışsal Finans Ve İmkb Üzerine Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Campbell, J.- Lo, A.- Mackinlay, C. (1997), ‘*The Econometrics Of Financial Markets*’, Princeton University Press.
- Canbaş, S. ve Kandır, S. (2007), ‘Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi’, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.22, S.2, (219-248).
- Candan, E. ve Hanedar, A.(2005), ‘İktisat Neden Bir Kapalı Kutudur? Hakim İktisadın Değer Yargısı – Sınama İlişkisi’, *İktisat İdeolojisi Kongreler Dizisi-4*, Ankara, (1-12).
- Chira, I. – Adams, M. – Thornton, B. (2008), ‘Behavioral Bias Within The Decision Making Process’ *Journal of Business & Economics Research*, Vol:6, Iss.8 (11-20).
- Cihangir, M. ve Kandemir, T. (2010), ‘Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma’, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.15, S.1, (257-296).
- Cornicello, G.(2003-2004), Behavioral Finance and Speculative Bubble, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano.



- Coşkun, Y., Demir, S. & Işık, İ. (2018), 'Investigation of Investor Behaviors in terms of Behavioral Finance: The Case of Nazilli' *Journal of Current Researches on Social Sciences*, Vol:8 Iss.4 (1-32)
- Çelen, B. and Kariv, S. (2004), 'Distinguishing Informational Cascades From Herd Behavior In The Laboratory', *The American Economic Review*, Vol.94, Iss.3, (484-498).
- Çevik, E. İ. (2012), 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Etkin Piyasa Hipotezinin Uzun Hafıza Modelleri İle Analizi: Sektörel Bazda Bir İnceleme', *Journal Of Yasar University*, C.26, S.7, (4437-4454).
- Dağlı, H. (2000), *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Daniel, K. - Hirshleifer, D.- Subrahmanyam, A.(1998), 'Investor Psychology And Security Market Under- And Overreactions', *The Journal Of Finance*, Vol.53, Iss.6, (1839-1885).
- Daniel, K. and Titman, S. (1999), 'Market Efficiency in an Irrational World', *Financial Analysts Journal*, (28-40).
- Daniel, K.- Hirshleifer, D.- Subrahmanyam, A. (2001), 'Overconfidence, Arbitrage, And Equilibrium Asset Pricing' *The Journal of Finance*, Vol.56, Iss..3, (921-965).
- Demir, T. (2013), *Modern Portföy Kuramına Göre Optimum Portföyün Oluşturulması Ve İmkb 100 Üzerine Uygulaması*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Demireli, E.(2008), 'Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma', *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C.8, S.1, (215-241).
- Demirtaş, Ö. ve Güngör, Z. (2004), 'Portföy Yönetimi Ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama', *Havacılık Ve Uzay Teknoloji Dergisi*, C.1, S.4, (103-109).
- Ding, K. D. – Charoenwong, C. – Seetoh, R. (2004), "Prospect Theory Analyst Forecasts, And Stock Returns" *Journal of Multinational Financial Management*, C. 14, (425-428).
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2011), 'Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İmkb'de Araştırılması', *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.20, S.1, 2011, (321-336).
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2011), 'İMKB'de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma', *İşletme Fakültesi Dergisi*, C.12, S.2, (227-242).
- Döm, S. (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, İstanbul.
- Ellsberg, D. (1961), 'Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms', *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.16, Iss.4, (643-669).
- Elton, J. E. ve Gruber, J. M. (1997), 'Modern Portfolio Theory, 1950 to Date', *Journal of Banking & Finance*, S.21, (1743-1759).
- Erdoğan, İ. (1994), *İşletmelerde Davranış*, İşletme Fakültesi Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri, İstanbul.

- Erdoğan, M. ve Elmas, B. (2010), ‘Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma’, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.14, S.2, (279-300).
- Ergül, N.- Akel, V. – Dumanoglu, S. (2009), ‘Haftanın Günü Etkisi İMKB İkinci Ulusal Pazarda Geçerli midir?’, *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, Y. 22, S.82, (1-17).
- Ertan, Y.(2007). Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Bursa.
- Ertuna, İ. (1991), *Yatırım ve Portföy Analizi*, Boğaziçi Üniversitesi Yayını, İstanbul.
- Fama, E.F. (1970). ‘Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’, *Journal of Finance*, Vol. 25, Iss.2, (383-417).
- Fischhoff B. (1975), ‘Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty’, *Journal of Experimental Psychology*, Vol.1, Iss.3, (288-299).
- Fisher, K.L. ve Statman, M. (2000), ‘Cognitive Biases in Market Forecasts’, *The Journal of Portfolio Management*, Vol.27, Iss.1, (72-81).
- Gazel, S. (2016), *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Glaser, M. And Weber, M. (2003), ‘Overconfidence and Trading Volume’ *The Geneva Risk and Insurance Review* Vol. 32, Iss. 1 (1-36)
- Göksu, A. (2013), ‘Portföy Yatırım Kararlarında Davranışsal Finansın Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması’, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Gül, M. – Ekşi, İ.H. – Sürme, M. (2017), ‘Davranışsal Finans Açısından Altın Yatırımcılarının Davranışlarının İncelenmesi: Gaziantep Örneği’ *Maliye Ve Finans Yazıları*, S.108, (143-165).
- Güleç, C. (2004), ‘Homo Economicus, Psikiyatri, İktisat ve Ötesi’, *İktisat Dergisi*, S.453, 2004, s.3.
- Gümüş, F. B.- Koç, M.- Agalarova, M.(2013), ‘Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması’, *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. 4, S.6, (71-94).
- Gürol, E. ve Kılıçoğlu, A. (1994), *Business World Dictionary*, Cem Yayınevi, İstanbul.
- Hakan Güçlü, “Arbitraj Fiyatlandırma Modeli”, [http://www.hakanguclu.com/calismalar/Arbitraj\\_Fiyatlandırma\\_Modeli.pdf](http://www.hakanguclu.com/calismalar/Arbitraj_Fiyatlandırma_Modeli.pdf) adresinden alınmıştır, (Erişim: 18.12.2018).
- Hanson, J.D. ve Kysar, D. A. (1999), “Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation”, *New York University Law Review*, (630-749).
- Harrison, H. ve Stein, J. C. (1999), “A Unified Theory of Underraction Momentum Trading and Overraction in Asset Markets”, *Journal of Finance*, C. 54, S. 6, (2143-2184).

- Hayta, A.B. (2014), 'Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar', *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.18, S.3, (329-352).
- Hong, H.- Kubik, J. D.- Stein C, J. (2001), "Social Interaction and Stock Market Participation", *NBER Working Paper*, No.8358, (1-46).
- Hong, H.- Kubik, J. D.- Solomon, A. (2000), 'Security Analysts Career Concerns And Herding Of Earnings Forecasts', *Rand Journal Of Economics*, Vol.31, Iss.1, (121-144).
- Jegadeesh, N. and Titman, S.(2001), 'Profitability Of Momentum Strategies: An Evaluation Of Alternative Explanations' *The Journal Of Finance*, Vol.54, Iss.2, (699-720).
- Kahneman D. ve Riepe M.W. (1998), 'Aspects of Investor Psychology', *The Journal Portfolio Management*, Vol.24, Iss.4, (52-65).
- Kahneman, D. and Tversky, A.(1972), 'Subjective Probability: A Judgment of Representativeness', *Cognitive Psychology*, Vol.3, (430-454).
- Kahneman, D. and Tversky, A.(1981), 'The Framing of Decisions and the Psychology of Choice' *Science*, Vol: 211, Iss. 30, (453-458).
- Kahneman, D. and Tversky, A.(1984), 'Choices, Values, And Frames', *American Psychological Association*, Vol. 39, Iss. 4, (341-350).
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, Vol: 47, Iss.2, (263-292).
- Kahyaoğlu, M.B. (2011), 'Yatırım Kararlarına Etki Eden Çeşitli Duygusal Ve Psikolojik Faktörlere Maruz Kalma Düzeyi Üzerinde Cinsiyetin Rolü: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama', *Ekonomik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.7, S.1, (29-51).
- Kalaycı, Ş. (2018), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Dinamik Akademi Yayınları, Ankara.
- Kandır, S. (2006), 'Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi', Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi, Adana.
- Karaca, Y. (2015), Davranışsal Finans Yaklaşımı Ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Karan, M. (2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karan, M. (2011), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karan, M.B.(2001), 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri', *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C.1, S.2, (86-95).
- Karaşin, G.(1987), *Sermaye Piyasası Analizleri*, Özkan Matbaacılık, Ankara.
- Kılıç, S. (2016), Cronbach'ın Alpha Güvenilirlik Katsayısı, *Journal of Mood Disorders*, Vol 6, Number 1, (47-48).

- Kıyılar, M. ve Akkaya, M.(2016), *Davranışsal Finans*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Kıyılar, M. ve Karakaş, C. (2005), 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme', *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, C. 16, S.52, (17-26).
- Koçel, T. (2003), *İşletme Yöneticiliği*, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Konuralp, G. (2005), *Sermaye Piyasaları*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2007), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınları, Bursa.
- Kulalı, İ. (2016), 'Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli Ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı', *Selçuk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi* S.31, (275-295).
- Küçük, A.(2014). 'Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği', *Akademik Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi*, C.6, S.11, (104-122).
- Küçükkocaoğlu, G. (2002), 'Optimal Portföyün Seçimi ve Imkb Ulusal-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama' *Active-Bankacılık ve Finans Dergisi*, S.26, (74-91).
- Küçüksille E. ve Usul, H. (2012), 'Bilişsel Önyargılar ve Yatırımcı Kararlarına Etkileri', *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 4, (24-35).
- Laury S.K. and Holt, C.A. (2005), 'Further Reflections of Prospect Theory', Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series, (1-29).
- Markowitz H. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, C.7 S.1, (77-91).
- Mazgit, İ.(2007), 'Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü', *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, S.10, (8-11).
- Mongin, P. (1997), "Expected Utility Theory", *Handbook of Economic Methodology*, (342-350).
- Monti, M. And Legrenzi, P. (2009), 'Investment Decision-Making and Hindsight Bias' *Proceedings of the Annual Meeting of the Cognitive Society*, Vol:31, (768-772).
- Moore, D. A.- Kurtzberg, T.R.- Fox, C.R.- Bazerman, M.H. (1999), 'Positive Illusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions', *Organizational Behavior and Human Decision Process*, Vol.79, Iss. 2, (95-114).
- Nofsinger, J.R., (2001), *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What To Do About It*, Prentice Hall Inc., United States of America.
- Otluoğlu, E.(2009),*Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İmkb'de Bir Uygulama*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

- Özari, Ç. ve Turan, K.(2016), ‘Vadeli İşlem Piyasalarında Haftanın Günü Ve Ocak Ayı Etkisi: Karşılaştırmalı Analiz (Viob And Bist)’, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C. 9, S.42, (1605-1619).
- Özcan, H. (2011), Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirmelerine Yönelik Bir Araştırma, Nevşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir.
- Özdemir, A.(2018), “Pay Piyasalarında Etkin Piyasalar Hipotezinin Farklı Dağılım Varsayımları Bağlamında Uzun Hafıza Modelleri ile Tespiti ABD ve Türkiye Karşılaştırması”, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi, Burdur.
- Özmen, T.(1997), *Dünya Borsalarında Gözlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme*, SPK Yayınları, İstanbul.
- Öztürk, B. (2007), ‘Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB’de Ampirik Bir Uygulama’, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S.23, (275- 284).
- Parasız, İ. (2005), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Patel, J.- Zeckhauser, R.- Hendricks, D.(1991), ‘The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets’, *The American Economic Review*, Vol:81, Iss.2,(232-236).
- Rabin M. (1996), ‘Psychology and Economics’, *Journal of Economic Literature*, Vol.36, Iss.1, (11-46).
- Ricciardi, V. (2006),‘A Reserch Starting Point Fort He New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance’, *ICFAI Journal of Behavioral Finance*, Vol. 3, Iss. 3, (6-23).
- Ricciardi, V. ve Simon, H. K. (2000), “What is Behavioral Finance? “, *Business Education & Technology Journal*, Vol:2, No.2, (1-9).
- Ross A. S. (1976), ‘The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing’, *Journal of Economic Theory*, S.13, (341-360).
- Sansar, N.G. (2016), ‘Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Finans Yaklaşımına’, *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.3, S.2, (135-150).
- Sarıkamış, C. (2000), *Sermaye Pazarları*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H. K. (2011), “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 10, S. 19, (247-268).
- Seyidoğlu, H. (2003), *Uluslararası Finans*, 4. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Shleifer, A., (2000), *İnefficient Markets: an Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford Universty Press.
- Tabachnick, B.G. and Fidell, L.S. (2013), *Using Multivariate Statistics (Sixth edition)*, Pearson Education, Boston.

- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2005), ‘Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı’, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.27, (47-54).
- Taner, T. ve Kayalidere, K.(2002), ‘1995- 2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması’, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, C.9, S.1-2, (1-24).
- Taylor, S.E. and Brown, J.B. (1998), ‘Illusion And Well-Being: A Social Psychological Perspective On Mental Health’, *Psychological Bulletin*, Vol.103, Iss.2, (193-210).
- Tekin, B. (2018), ‘Davranışsal Kurumsal Finans Bağlamında Çıpalama ( Dayana Noktası) Önyargısının Finansal Kararlardaki Etkisi’ *Muhasebe Ve Finans İncelemeleri Dergisi*, C.1, S.2, (101-115).
- Thaler, R. (1999), ‘Mental Accounting Matters’, *Journal Of Behavioral Decison Making*, Vol.12, Iss.3, (183-206).
- Tufan, E. (2008), *Davranışsal Finans*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Tunçel, A. K. (2012). ‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Yılın Ayı Etkisi’, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, C.10, S.19, (1-30).
- Tversky, A. and Kahneman, D.(1974), ‘Judgment Under Uncertainty: Heuristics And Biases’, *Science*, Vol. 185, Iss. 4157,(1124-1131).
- Phan, K.C. And Zhou J. (2014), ‘Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical Study of the Vietnamese Stock Market’, *American Journal of Business and Management*, Vol. 3, No. 2, (77-94).
- Rabin, M. (1998), ‘Psychology and Economics’, *Journal of Economic Literature*, Vol: 36, No. 1 (11-46).
- Rabin, M. And Thaler, R.H. (2001), ‘Anomalies’ *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 15, No. 1 (219-232).
- Uşul, H. - Bekçi, İ. - Eroğlu, A.H. (2002), ‘Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler’ *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, S.19, (135-150).
- Ülkü N. (2001), “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi*, C. 5, S. 17, (101-132).
- Üstünel, İ. E. (2000), *Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması*, İMKB Yayınları, Ankara.
- Wang, A.(2001), ‘Overconfidence, Investor Sentiment, And Evolution’, *Journal Of Financial Intermediation*, Vol.10, Iss.2, (138-170).
- Yörük, N.(2000), *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Yüksel, D.(2009), İMKB’de Yatırımcı Davranışı Örnek Bir Uygulama, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

## ANKET FORMU

### “BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ”

Bu anket formu Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Anabilim dalında hazırlanmakta olan yüksek lisans tez çalışmasına katkı sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Katkılarınız için şimdiden teşekkür ederim.

Dr. Öğr. Üyesi Tayfun Yılmaz -Tolgahan Keskin

<b>1. Cinsiyetiniz</b>	Kadın ( )      Erkek ( )
<b>2. Medeni Durumunuz</b>	Bekar ( )      Evli ( )
<b>3. Çocuk Sayınız</b>	.....
<b>4. Yaşınız</b>	.....
<b>5. Eğitim Durumunuz</b>	İlk Öğretim ( )    Lise ( )    Önlisans ( )    Lisans ( )    Master/Doktora ( )
<b>6. Aylık Geliriniz ( ₺ )</b>	.....TL
<b>7. Mesleğiniz</b>	Kamuda Ücretli ( )    Özel Sektörde Ücretli ( )    Serbest Meslek ( )    Çiftçi ( ) Esnaf ( )    Tüccar ( )    Diğer ( ) .....

1. **Finans konusunda eğitim/kurs aldınız mı?** Evet ( ) Hayır ( )
2. **Yatırım portföyünüzün büyüklüğü yaklaşık olarak ne kadardır? ( ₺ )** .....TL
3. **Hangi yatırım araçlarına yatırım yapıyorsunuz?**  
(birden çok seçilebilir)  
TL Banka Mevduatı ( ) Döviz Banka Mevduatı ( ) Hisse Senedi ( )  
Tahvil/Bono ( ) Altın ( ) Gayrimenkul Yatırımı ( ) Diğer ( ).....
4. **Finans piyasalarındaki gelişmeleri ve yatırımlarınızın mevcut kar/zarar durumlarını hangi sıklıkla takip ediyorsunuz?**  
İzlemiyorum ( 1 ) Yıllık ( 2 ) Aylık ( 3 ) Haftalık ( 4 ) Her gün ( 5 )
5. **Yukarıdaki yatırım araçlarını tercih ederken kararınızı etkileyebilecek faktörleri seçiniz.**  
(birden çok seçilebilir)  
Getiri oranı ile ilgili beklentiler ( ) Sermayeyi koruma arzusu ( ) Alışkanlıklar ( )  
Risk düzeyi ile ilgili düşüncelerim ( ) Yatırım aracının bilinirliği ( ) Devamlı gelir isteği ( )  
Diğer ( ).....
6. **Portföyünüzün risk oranını nasıl tanımladınız?**  
Çok Yüksek ( 1 ) Yüksek ( 2 ) Normal ( 3 ) Az ( 4 ) Çok az ( 5 )
7. **Portföyünüzü takip ederken kullandığınız bilgi kaynaklarınız nelerdir?**  
(birden çok seçilebilir)  
Kendi değerlendirmelerim ( ) Gazete-TV ( ) İnternet ( )  
Sosyal çevre ( ) Aracı kurumlar ( ) Şirket Raporları ( )



<b>Aşağıdaki ifadelere katılma derecenizi işaretleyiniz.</b> <b>(YATIRIMCI EĞİLİMİ ÖLÇEĞİ)</b>		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kısmen Katılmıyorum	Ne Katılmıyorum Ne Katılmıyorum	Kısmen Katılıyorum	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
1.	Finansal yatırım aşamasında sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğunu düşünüyorum.							
2.	Riski düşük yatırım araçlarını, getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih ederim.							
3.	Kendi kendime aldığım finansal kararların sonucunda zarar etme ihtimalim düşüktür.							
4.	Başarılı olmuş yatırımcıları takip etmek, en başarılı yatırım taktiğidir.							
5.	Zarar ettiğim bir yatırım aracını zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satırım.							
6.	Finansal yatırımlarımın gelecek dönemde kazandıracağına olan beklentim güçlüdür.							
7.	Yeni bir yatırım aracına yönelmek beni tedirgin eder.							
8.	Yatırımlarımdaki kayıplar sonucu oluşan üzüntü, beni kazançlar sonucu oluşan sevinçten daha fazla etkiler.							
9.	Piyasadaki diğer yatırımcıların kararları benim için önemlidir ve çoğunluğun kararlarını izlerim.							
10.	Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak.							
11.	Benim için kazanan bir finansal varlığı satmak, kaybeden bir finansal varlığı satmaktan daha zordur.							
12.	Yatırım araçları seçiminde başkalarına göre yetenekli olduğumu düşünüyorum.							
13.	Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımını yerine %15 kazandıran B yatırımını satırım.							
14.	Portföyümde en ufak bir kayıp olduğunda yatırım stratejimi hemen değiştiririm.							
15.	Finansal yatırımlarım konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığımı dair kendime güvenim tamdır.							
16.	Gelecekte ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum.							
17.	%100 olasılıkla 3000 TL kaybetmek yerine %80 olasılıkla 4000 TL kaybetmeyi tercih ederim.							
18.	Gelecek dönemde kendi portföyüm dışındaki finansal araçların kaybedeceğini düşünüyorum.							
19.	Yatırım stratejimin çok sağlam olduğuna inanıyorsam, yeni gelen kafakarıştırıcı bilgilere çok itibar etmem.							
20.	Kazanacağına kuvvetle inandığım bir yatırımları kaybetmeye başlasa dahi paniklemem ve orijinal stratejime sadık kalırım.							
21.	Zarar eden bir yatırım aracını, alış maliyetini karşıladığında elimden çıkarırım.							
22.	%80 olasılıkla 4.000 TL kazanmak yerine %100 olasılıkla 3.000 TL kazanmayı tercih ederim.							
23.	Ekonomik krizlerin, içinde büyük fırsatlar barındırdığına inananlardanım.							
24.	Borsada kurumsal yatırımcıları takip eden kazanır.							
25.	Düşüşlerde dahi kazandıran yatırım araçlarını bulurum.							

## ÖZGEÇMİŞ

### **Kişisel Bilgiler** :

Adı ve Soyadı : Tolgahan KESKİN

Doğum Yeri : Manisa

Medeni Hali : Bekar

### **Eğitim Durumu** :

Lisans Öğrenimi : Bucak Zeliha Tolunay Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik Yüksekokulu, Muhasebe ve Finansal Yönetim Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi : Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansal Yönetim Anabilim Dalı

**Yabancı Dil(ler) ve Düzeyi** : İngilizce (Orta)