

**BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM
KARARINA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN
DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ:
AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ**

Adem BÖYÜKASLAN
Yüksek Lisans Tezi
Danışman: Prof.Dr. H.Rıza AŞIKOĞLU
Temmuz, 2012
Afyonkarahisar

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE – FİNANSMAN BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM
KARARINA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN
DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ:
AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ

Hazırlayan

Adem BÖYÜKASLAN

Danışman

Prof.Dr. H. Rıza AŞIKOĞLU

AFYONKARAHİSAR, 2012

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE – FİNANSMAN BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM
KARARINA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN
DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ:
AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ

Hazırlayan

Adem BÖYÜKASLAN

Danışman

Prof.Dr. H. Rıza AŞIKOĞLU

AFYONKARAHİSAR, 2012

Bu Tez Çalışması BAPK'ça Desteklenmiştir. Proje No: 11.SOS.BİL.14

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “**Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

12/07/2012



Adem BÖYÜKASLAN

İmza

TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ ÜYELERİ

Tez Danışmanı : Prof.Dr. H.Rıza AŞIKOĞLU
Jüri Üyeleri : Prof.Dr. İsmail AYDOĞUŞ
: Doç.Dr. Oğuzhan AYDEMİR

İmza



İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Adem BÖYÜKASLAN'ın **“Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği”** başlıklı tezini değerlendirmek üzere 12/07/2012 günü saat 11.00'da Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.



Prof.Dr. Mehmet KARAKAŞ

MÜDÜR

ÖZET

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM KARARINA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ

Adem BÖYÜKASLAN

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANA BİLİM DALI

MUHASEBE – FİNANSMAN BİLİM DALI

Temmuz 2012

Danışman: Prof.Dr. H.Rıza AŞIKOĞLU

Finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların her zaman rasyonel çizgide hareket ettiğini söylemek pek mümkün değildir. Bazen psikolojik ve kişilikten kaynaklanan unsurlar, bazen de bireyin etkileşimde bulunduğu sosyal faktörler bireylerin yatırım kararları üzerinde etkili olabilmektedir. Davranışsal finans, rasyonelliğin kısıtlı olduğu durumlarda bireysel yatırımcıların kararlarını ve bu kararların finansal olaylar üzerindeki etkisini inceleyen ve son yıllarda önem kazanan bir alandır. Bu çalışmada Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların yatırım kararı verme süreçlerinde etkili olan faktörlerin davranışsal finans yaklaşımıyla ele alınması amaçlanmıştır. Netice olarak Afyonkarahisar'daki yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerini kuvvetli ölçüde taşıdıkları bulgulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Finansal Yatırım, Finansal Yatırım Araçları.

ABSTRACT

**ANALYSIS OF THE FACTORS THAT DIRECTING INDIVIDUAL
INVESTORS TO FINANCIAL INVESTMENTS DECISION
VIA BEHAVIORAL FINANCE APPROACH:
AN EXAMPLE OF AFYONKARAHISAR**

Adem BOYUKASLAN

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION
FIELD OF ACCOUNTING AND FINANCE**

July, 2012

Advisor: Prof.Dr. H.Rıza AŞIKOĞLU

It is not always possible to say that the individual investors trading in financial markets act rationally. Some determinants as psychological, personal factors and social interactions may have a strong impact on individuals investment decisions. Behavioral finance, gained significant importance in recent years, is a field that examining individual investor's decisions besides the effects of these investor's decisions over financial events when the rationality is limited. This thesis study aiming to examine of the factors on individual investor' decision making process in terms of behavioral finance tendencies. In conclusion of this research, it is observed that the individual investors in Afyonkarahisar strongly reflect behavioral finance's tendencies.

Key Words: Behavioral Finance, Individual Investor, Financial Investment, Financial Investment Instruments.

ÖNSÖZ

Yüksek lisans tezimin oluşmasında akademik bilgi, birikimi ve tecrübesiyle rehberlik yaparak yolumu aydınlatan, bununla beraber çalışmam sırasında yakınlığını hiç bir zaman esirgemeyen danışmanım ve değerli hocam Sn. Prof.Dr.H.Rıza AŞIKOĞLU'na, yoğun çalışma temposu içerisinde zamanını benimle paylaşma nezaketi gösteren, çalışmamın her anında ilgisini ve desteğini çok yakından hissettiğim kıymetli hocam Sn. Doç.Dr.Oğuzhan AYDEMİR'e, Afyon Kocatepe Üniversitesi'nde akademik hayatıma başladığımdan itibaren desteğini ve güvenini hep hissettiğim kıymetli hocam Sn. Prof.Dr.M.Kemalettin ÇONKAR'a, akademik derinliği ve manevi yakınlığı ile cesaretlendirici, moral verici tavırlarıyla hep yanımda olan, tanımaktan, aynı çalışma odasını paylaşmaktan ve sohbetine ortak olmaktan büyük keyif aldığım çok değerli hocam, kıymetli ağabeyim Sn. Yrd.Doç.Dr.Kerim ÇINAR'a kalben en içten teşekkürlerimi ve şükranlarımı sunarım. Bunun yanında gerek sohbetlerimiz gerekse çalışmalarımız esnasında fikir ve önerileri ile çalışmama ışık tutmuş sevgili çalışma arkadaşlarıma ve ilgilerini esirgemeyen diğer hocalarımıza aynı ölçüde teşekkürlerimi sunmak isterim.

Ayrıca, yaşam boyu gelişim hedefimde yaptıkları ölçülemez fedakârlıklar yanında, akademik yolculuğumun ilk adımını attığım yüksek lisans tezim esnasında gösterdikleri güven ve sabırları ile üzerimdeki emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim sevgili aileme teşekkür etmeyi borç bilirim.

Adem BÖYÜKASLAN

İÇİNDEKİLER

Sayfa

YEMİN METNİ	i
TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR DİZİNİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI'NIN TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLERİ İLE DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI'NIN TEORİ VE MODELLERİ

1.GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI'NA AİT TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLER	5
1.1.BEKLLENEN FAYDA TEORİSİ	6
1.1.1.Risk ve Belirsizlik	10
1.1.2.Riskin Söz Konusu Olduğu Durumlarda Yatırımcı Davranışları	10
1.1.3.Arrow-Pratt Ölçümü ve Riskten Kaçınma.....	11
1.1.4.St.Petersburg Paradoksu.....	12
1.2.MODERN PORTFÖY TEORİSİ.....	15
1.3.VARLIK FİYATLAMA MODELLERİ.....	17
1.3.1.Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli.....	17
1.3.2.Arbitraj Fiyatlama Modeli.....	19
1.4.ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ.....	20
1.4.1.Etkin Piyasalar Hipotezinin Etkinlik Formları.....	23
1.4.1.1.Zayıf Etkinlik Formu	24
1.4.1.2.Yarı Güçlü Etkinlik Formu.....	24
1.4.1.3.Güçlü Etkinlik Formu.....	25
2.DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI.....	25
2.1.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI	26
2.2.DAVRANIŞSAL FİNANSIN ORTAYA ÇIKIŞI VE	

TARİHSEL GELİŞİMİ.....	28
2.3.FİNANSIN DAVRANIŞ BİLİMLERİ İLE İLİŞKİSİ.....	30
2.4.FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER	33
2.4.1.Takvimsel Anomaliler.....	34
2.4.1.1.Günlere İlişkin Anomaliler.....	34
2.4.1.2.Aylara İlişkin Anomaliler.....	37
2.4.1.3.Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler.....	42
2.4.2.Fiyat Anomalileri.....	45
2.4.2.1.Eksik – Yetersiz Reaksiyon.....	45
2.4.2.2.Aşırı Reaksiyon.....	47
2.5.DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİLERİ VE MODELLERİ.....	50
2.5.1.Beklenti Teorisi	51
2.5.2.Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif Etkileşim Üzerine Kurulu Hong-Stein Modeli.....	61
2.5.3.Daniel, Hirshleifer – Subrahmanyam’ın Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli.....	63
2.5.4.Temsili Yatırımcı Modeli	66
3.GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI İLE DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMININ KARŞILAŞTIRILMASI.....	68

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILAR, FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI VE DAVRANIŞSAL FİNANS KAPSAMINDA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

1.BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM KARARLARI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER	72
1.1.KİŞİSEL FAKTÖRLER	72
1.1.1.Yatırımcının Bilgi Düzeyi ve Eğitim Durumu.....	73
1.1.2.Yatırımcının Yaşı ve Sağlık Durumu.....	73
1.1.3.Yatırımcının Mesleği ve Gelir Durumu	74
1.1.4.Yatırımcının Kişiliği ve Ruhsal Durumu.....	75
1.2.ÇEVRESEL FAKTÖRLER.....	75
1.2.1.Aile	76
1.2.2. Sosyal ve Kültürel Çevre	76
1.2.3. Diğer Etki Grupları.....	76
1.3.FİNANSAL FAKTÖRLER.....	77
1.3.1.Sermayeyi Koruma İsteği.....	77
1.3.2.Değer Artışı Sağlama İsteği.....	77
1.3.3.Geliri Devamlı Kılma İsteği	78
2.FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI.....	78
2.1.YERLİ PARA MEVDUAT.....	79
2.2.DÖVİZ MEVDUAT.....	80
2.3.ALTIN	81
2.4.REPO	82
2.5.KATILIM FONLARI	82
2.6.HİSSE SENEDİ	83
2.7.TAHVİL	84
2.8.HAZİNE BONOSU	85

2.9.YATIRIM FONLARI.....	86
2.10.BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI.....	87
2.11.SUKUK	88
3.BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM KARARINA YÖNLENDİREN DAVRANIŞSAL EĞİLİMLER.....	89
3.1.KENDİ DURUMUNU DEĞERLENDİREMEME EĞİLİMLERİ.....	90
3.1.1.Kendine Aşırı Güvenme Eğilimi.....	91
3.1.2.Aşırı İyimser Davranma Eğilimi	94
3.1.3.Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi.....	96
3.1.4.Olacakları Önceden Bildiğini Sanma Yanılgısı	96
3.1.5.Kendini Doğrulatma Eğilimi	98
3.1.6.Tutuculuk Eğilimi	99
3.2.BİLGİ VE İLETİŞİM KAYNAKLI EĞİLİMLER	100
3.2.1.Temsil Etme Kısayolu.....	101
3.2.2.Çerçeveleme Yanılgısı	102
3.2.3.Zihinsel Sınıflandırma Kısayolu.....	104
3.2.4.Demirleme / Referans Noktası Alma Eğilimi	106
3.2.5.Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	107
3.2.6.Kayıptan Kaçınma Eğilimi.....	109
3.2.7.Bilişsel Çatışma	112
3.2.8.Talih Oyunları Yanılgısı.....	113
3.3.DUYGUSAL EĞİLİMLER	113
3.3.1.Kendini Kontrol Edememe Eğilimi	114
3.3.2.Belirsizlikten Kaçınma ve Bilineni Tercih Etme Eğilimi.....	115
3.3.3.Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi.....	117
3.3.4.Hayal Kırıklığından Kaçınma Eğilimi.....	119
3.4.SOSYAL EĞİLİMLER	119
3.4.1.Birbirini Takip Etme / Peşinden Gitme Eğilimi	120
3.4.2.Çoğunluğa Uyuma Eğilimi	121

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARINA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI AÇISINDAN İNCELENMESİ

1.ANKET İLE ELDE EDİLEN VERİLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	123
1.1.ARAŞTIRMANIN KONUSU VE AMACI	123
1.2.ARAŞTIRMANIN VERİLERİ VE ÖRNEKLEMİ	124
1.3.ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ VE YÖNTEMİ.....	124
1.4.ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	125
1.4.1.Katılımcıların Sosyo-Demografik Özellikleri ile İlgili Verilerin Değerlendirilmesi	125
1.4.2.Katılımcıların Finansal Profili ile İlgili Verilerin	

Değerlendirilmesi	128
1.4.3.Katılımcıların Davranışsal Eğilimleriyle İlgili Önergelerin Değerlendirilmesi	135
1.4.4.Verilerin Çapraz Tablolama ile Değerlendirilmesi	143
SONUÇ	171
KAYNAKÇA	182
EKLER DİZİNİ.....	200

TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1. ₺1 Katılım Ücreti İle Olası Kazanç Olasılığını Gösteren Tablo	14
Tablo 2. Anket Katılımcılarının Cinsiyetlerine Göre Dağılımı.....	125
Tablo 3. Anket Katılımcılarının Medeni Durumlarına Göre Dağılımı	125
Tablo 4. Anket Katılımcılarının Çocuk Sayılarına Göre Dağılımı.....	126
Tablo 5. Anket Katılımcılarının Yaş Aralıklarına Göre Dağılımı.....	126
Tablo 6. Anket Katılımcılarının Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı.....	127
Tablo 7. Anket Katılımcılarının Meslek Gruplarına Göre Dağılımı.....	127
Tablo 8. Anket Katılımcılarının Finans Eğitimi Alma Durumlarına Göre Dağılımı	128
Tablo 9. Anket Katılımcılarının Gelirlerine Göre Dağılımı.....	128
Tablo 10. Anket Katılımcılarının Finansal Yatırımları İçin Gelirlerinden Ayırdığı Payı Göre Dağılımı	129
Tablo 11. Anket Katılımcılarının Yatırım Türlerine Göre Dağılımı	130
Tablo 12. Anket Katılımcılarının Tercih Ettiği Finansal Yatırım Araçlarına Göre Dağılımı	130
Tablo 13. Katılımcıların Portföylerindeki Finansal Yatırım Araçlarının Sayısal Dağılımı.....	132
Tablo 14. Katılımcıların Finans Piyasalarını Takip Etme Sıklığı.....	132
Tablo 15. Katılımcıların Kaç Yıldır Finansal Araçlara Yatırım Yaptıklarına Dair Dağılım Tablosu.....	133
Tablo 16. Katılımcıların Portföy Kâr / Zarar Durumlarını İzleme Sıklığı.....	133
Tablo 17. Katılımcıların Finansal Varlıkları Elde Tutma Süresine İlişkin Dağılım	134
Tablo 18. Katılımcıların Portföylerini İzlemede Kullandıkları Bilgi Kaynaklarına İlişkin Dağılım	134
Tablo 19. Katılımcıların Finansal Yatırımlardan Temel Beklentilerine İlişkin Dağılım	135
Tablo 20. Aşırı Güven Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu.....	136

Tablo 21. Aşırı İyimserlik Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu.....	136
Tablo 22. Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu.....	137
Tablo 23. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu.....	138
Tablo 24. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu	139
Tablo 25. Temsil Etme Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu.....	139
Tablo 26. Kendi Durumunu Değerlendirememeye Eğilimine Yönelik Diğer Önermelerin Ağırlık Tablosu.....	140
Tablo 27. Bilgi Ve İletişim Kaynaklı Diğer Eğilimlere Yönelik Önermelerin Ağırlık Tablosu.....	141
Tablo 28. Duygusal Eğilimlere Yönelik Diğer Önermelerin Ağırlık Tablosu.....	142
Tablo 29. Sosyal Eğilimlere Yönelik Önermelerin Ağırlık Tablosu	142
Tablo 30. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Kaç Yıldır Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yaptıkları Arasındaki İlişki Tablosu	144
Tablo 31. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Aşırı İyimserlik Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	145
Tablo 32. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	146
Tablo 33. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Mevcudiyet Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu	148
Tablo 34. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Politik Görüşlerinin Yatırım Kararını Etkilemesi Arasındaki İlişki Tablosu.....	149
Tablo 35. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Portföylerinin Kaç Çeşit Finansal Yatırım Aracından Oluştugu Arasındaki İlişki Tablosu.....	150
Tablo 36. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Tutuculuk Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	152
Tablo 37. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Takvimsel Anomaliler Arasındaki İlişki Tablosu.....	153
Tablo 38. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Temsil Etme Eğilimi Arasındaki	

İlişki Tablosu.....	154
Tablo 39. Yatırımcıların Finans Eğitimi Almış Olmasıyla Çoğunluğa Uyuma Eğilimi Arasında İlişki.....	155
Tablo 40. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Finansal Araçları Ortalama Elde Tutma Süresi Arasındaki İlişki Tablosu.....	156
Tablo 41. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Tutuculuk Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	158
Tablo 42. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	159
Tablo 43. Yatırımcıların Yaşı İle Yatırımdan Beklentileri Arasındaki İlişki Tablosu.....	160
Tablo 44. Finansal Yatırım Araçlarını Ortalama Elde Tutma Süresi İle Yatırımcıların Geliri Arasındaki İlişki Tablosu.....	163
Tablo 45. Yatırımcıların Gelir Düzeyi İle Yatırım Kararlarından Temel Beklentileri Arasındaki İlişki Tablosu.....	164
Tablo 46. Yatırımcıların Meslek Grubu İle Demirleme Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	166
Tablo 47. Yatırımcıların Gelirlerinden Finansal Tasarrufları İçin Ayırdıkları Pay İle Yatırımlarının Mevcut Kâr / Zarar Durumlarını Takip Sıklıkları Arasındaki İlişki Tablosu.....	167
Tablo 48. Yatırımcıların Meslek Grubu İle Kendini Doğrulatma Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu.....	169

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Davranışsal Finans ve İlişkili Olduğu Davranış Bilimleri.....	31
Şekil 2. Hipotetik Değer Fonksiyonu	57
Şekil 3. Çerçeveleme yanılıgısına ilişkin optik yanılısamalar – 1.....	103
Şekil 4. Çerçeveleme yanılıgısına ilişkin optik yanılısamalar – 2.....	103

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa

Grafik 1. Katılımcıların Finansal Yatırım Aracı Tercihlerinin Dağılımı.....	131
---	-----

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFM	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
AMEX	: Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (American Stock Exchange)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BFT	: Beklenen Fayda Teorisi
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
FVFM	: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MPT	: Modern Portföy Teorisi
NYSE	: New York Menkul Kuymetler Borsası (New York Stock Exchange)
S&P	: Standart and Poors
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TYM	: Temsili Yatırımcı Modeli
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi

GİRİŞ

Bireysel yatırımcıların davranışlarını ve finansal yatırım kararı alma aşamasındaki problematiği anlamlı ve makul bir temele oturtmak uzun yıllar boyunca finans ve ekonomi alanında çalışanların ilgilendiği konulardan biri olmuştur. Bu kapsamda üretilmiş ve bireysel yatırımcı davranışlarını açıklamada kullanılmış hipotez, teori ve modeller yürütülen varsayımlara, yapılan gözlem ve uygulamalara rağmen yatırımcı davranışlarını açıklamada istenilen sonuçları üretememiştir.

İnsanoğlunun gerek günlük yaşamında aldığı kararlar gerekse finansal kararları, geliştirilen söz konusu yaklaşımların öne sürdüğü üzere tekdüzeleştirilemeyecek kadar farklıdır. Bu sebeple psikoloji, sosyoloji gibi insan ve toplum davranışları alanında insan davranışları ve insanların karmaşık karar verme sürecini açıklamaya yönelik çalışmalar zamanla ekonomi alanına sirayet ederek bireylerin finansal karar verme sürecini açığa çıkarmaya yönelik çalışmalara zemin hazırlamıştır. Bu bağlamda; temelinde kararlarını sahip olduğu tercihleri bilgi ve akıl süzgecinden geçirerek veren varsayımsal insan modelinin, gitgide daha da karmaşık hale gelen ekonomik gelişmeler karşısında yetersiz kalması sonucunda davranışsal finans yaklaşımı ortaya çıkmıştır. Bireylerin karar verme süreçlerine yönelik çalışmalar, İsrail ordusundaki askerlere uygulanan psikolojik testleri hazırlayan ve sürdüren Kahneman ve Tversky adındaki iki psikoloğun riskli ve belirsiz durumlarda karar verme sürecine dair hazırladıkları Beklenti Teorisi adındaki çalışmaları ile yepyeni bir alanının doğmasına neden olmuştur. Davranışsal Finans alanındaki çalışmalara temel teşkil eden bu teori, yatırımcı davranışlarının anlamlandırılmasında yeni bakış açılarının doğmasına zemin hazırlamıştır.

Davranışsal finans ile beraber insanların içsel ve çevresel faktörlerin etkisinde kalarak yatırım kararı verdikleri, her zaman için rasyonel çerçevede hareket etmedikleri ampirik bulgularla ortaya çıkarılmıştır. Dünyada ve Türkiye’de yapılan çalışmalar, gelişmekte olan bu alanda kayda değer çalışmaların gerçekleştirilmesine imkân vermiştir. Bu tez çalışması aynı doğrultuda davranışsal finans yaklaşımı ve davranışsal finansın temel bileşenlerini oluşturan duygusal, sosyal, bilişsel,

psikolojik kısıyollardan oluşan eğilimlerin Afyonkarahisar ölçeğinde test edilmesini amaçlamaktadır. Bu çalışmada Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların cinsiyet, medeni durum, yaş, meslek grubu gibi sosyo-demografik özelliklerinin belirlenmesi hedeflenmiş, ayrıca yine Afyonkarahisar ölçeğindeki bireysel yatırımcıların geliri, gelirlerinden tasarruf oranları, finansal piyasaları takip etme düzeyleri, portföy bilgileri, tercih ettikleri finansal yatırım araçlarının hangi araçlara yoğunlaştığı gibi finansal bilgilerinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır.

Ülkemizde davranışsal finans kapsamında gerçekleştirilmiş birçok çalışma vardır. Bu çalışmalar menkul kıymetler üzerine yapılanlar, finansal krizleri açıklamak üzere yapılanlar, döviz kuru riskini kapsayan çalışmalar, davranışsal finans eğilimleri baz alınarak yapılan testler, anomali ve etkinlik türlerine göre yapılan çalışmalar ve benzeri gibi kategorik olarak sınıflandırılabilir. Bu çalışmanın konusu ile yatırımcı davranışlarını davranışsal finans açısından test etmek üzere yapılmış diğer çalışmalara bakıldığında Ateş (2007) ve Ede (2007)'nin yaptığı çalışmaların benzer amaçlara sahip olduğu görülmektedir. Her ne kadar benzer amaçlara sahip oldukları gözlense de söz konusu iki çalışma Türkiye ölçeğinde yapılan testleri kapsamaktadır. Bu yüksek lisans çalışması konuyu yerel ölçekte ele alıp, davranışsal finans literatürüne katkı sağlamayı hedeflemiştir. Uygulama ölçekleri kapsamında bu çalışmada ortaya çıkan sonuçların yerel motifler taşıması olağan olmakla birlikte, Afyonkarahisar'a özgü finansal bir çerçevenin çizilmesi bakımından diğerlerinden ayrılmakta, uygulama alanı olarak farklılık göstermektedir. Türkiye ölçeğini yansıtmak üzere gerçekleştirilecek yerel çalışmaların artırılması, davranışsal ülkemizdeki uygulama sahasını görmek adına önem arz etmektedir. Bu çalışma yerel ölçekte yapılacak diğer çalışmaları da teşvik etmeyi hedeflemekle bu bakımdan önem teşkil etmektedir.

Bu çalışma 3 bölüme ayrılmıştır. İlk bölüm itibarıyla; davranışsal finansın ortaya çıkışına kadar süregelen finansal ve iktisadi yaklaşımların öne çıkanları teorik çerçevede ele alınmıştır. Bu kapsamda geleneksel finans yaklaşımı nezdinde; Beklenen Fayda Teorisi, Modern Portföy Teorisi, Varlık Fiyatlama Modelleri ve Beklenen Fayda Hipotezi'ne yer verilmiştir. Çalışmanın birinci bölümünün ilk kısmında; bu iktisadi yaklaşımlara dair teorik bilgiler verilmiş, başlıklara ilişkin benzerlikler ve farklılıklar ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Birinci bölümün ikinci

kısımında; davranışsal finans kavramı, tarihsel gelişimi, diğer bilimlerle ilişkisi davranışsal finansın bileşenleri, anomaliler açıklanmıştır. Ardından geleneksel finans yaklaşımı ile davranışsal finans yaklaşımının geniş bir alanda teorik karşılaştırması yapılmıştır. Böylece, iki yaklaşımın teorik çerçevesi ve uygulama sahaları belirlenmiş, ayrıca zıt varsayımlarının ortaya konulması hedeflenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; bireysel yatırımcı ve finansal yatırım araçları ele alınmış, ayrıca davranışsal finansa yönelik eğilimler gruplandırılarak ayrıntılı olarak açıklanmıştır. İkinci bölümün ilk kısmında bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önem arz eden faktörler; kişisel, çevresel ve finansal olarak sınıflandırılmış, bilgi düzeyi, eğitim durumu, yaş, cinsiyet, meslek, gelir gibi kişisel faktörlerle aile, sosyal çevre gibi referans grupları, ayrıca finansal tasarruflar kapsamında etkili olan faktörler hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümle beraber ele alınan bir diğer başlık ise finansal yatırım araçlarıdır. Bu bölümde bireysel yatırımcıların tasarruflarını yönelttikleri finansal yatırım araçlarına dair açıklayıcı bilgiler sunulmuştur. Sonrasında davranışsal finans kapsamında bireysel yatırımcıların yatırım kararı alırken gösterdikleri tutum ve davranışları açıklamak üzere geliştirilen davranışsal finans eğilimleri 4 grupta toplanmıştır. Kendi durumunu değerlendirememesi, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimler, duygusal ve sosyal eğilimler olmak üzere 4 grupta toplanan bu eğilimler gerek teorik olarak gerekse literatürdeki yapılmış çalışmalar yönünden ele alınmış ve örnekler yardımıyla açıklanmıştır.

Bu tez çalışması biçim olarak tanımlayıcı ve ampirik bir çalışmadır. Bu doğrultuda ilk iki bölümde bahsedilen bölümlerle uyumlu olarak üçüncü bölümün Afyonkarahisar ölçeğinde güncel verileri elde etmek üzere gerçekleştirilen bir uygulamayla davranışsal finans eğilimlerine yönelik yapılan testlerin ele alınacağı bir bölüm olması hedeflenmiştir. Bununla beraber bir anket çalışması gerçekleştirilmiş ve 460 katılımcının yüzyüze mülakat yoluyla yanıtladığı anketler SPSS 15.0 istatistik programıyla değerlendirilmiştir. Ana kütle olarak alınan Afyonkarahisar ili bazında ankete katılanların verdiği yanıtlar doğrultusunda frekans analizi kullanılarak örneklem içinde yer alan bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerinin ve finansal profilinin ortaya çıkarılması hedeflenmiştir. Sonrasında Pearson chi-square analizi yardımıyla arasında ilişki olabileceği düşünülen bireysel yatırımcıların gerek sosyo-demografik özellikleri gerekse finansal profillerine ait veriler davranışsal

finansla temel teşkil eden eğilimlerle anlamlılık seviyesi nispetinde analiz edilmiş ve sonuçlar SPSS istatistik programında yer alan çapraz tablolama yöntemiyle ortaya konulmuştur. Bu uygulamayla beraber çalışmanın Türkiye çapında daha önce gerçekleştirilen benzer çalışmalara göre farklılık göstermesi amaçlanmıştır. Literatürde bu alanda Ede (2007) ve Ateş (2007) tarafından gerçekleştirilmiş benzer iki çalışmada ana kütle olarak Türkiye seçilmiştir. Bu tez çalışması belirli bir bölgede davranışsal finans eğilimlerini ölçmek üzere yapılmakla diğer iki çalışmadan örneklem itibarıyla ayrılmakta, ayrıca teorik kısımda ele alınan konuların farklılık göstermesi ile de özgünlük arz etmektedir. Bununla beraber davranışsal finans eğilimlerinin ölçülmesinde kullanılan analiz yöntemleri ve çalışma metodolojisi tutarlılık göstermektedir.

Sonuç olarak bu tez çalışması yukarıda sıralanan özellikleri bakımından önem taşımakta, müteakiben gerçekleştirilecek diğer çalışmalara öncülük etmeyi amaçlamaktadır. Gerek yerel gerekse ülke çapında davranışsal finans eğilimlerinin bireysel yatırımcıların karar verme süreci üzerinde test edilmesiyle gerçekleştirilecek olası çalışmalar, Türkiye'nin ve bölgelerin bireysel yatırımcı haritalarını ve finansal profilini ortaya çıkarmakta kullanılacak bilimsel verilerin üretilmesine yardımcı olacaktır. Bununla beraber gerçekleştirilecek benzeri çalışmaların artması gittikçe önem kazanan davranışsal finans alanında yeni bilgilerin ortaya çıkmasını sağlayacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI'NIN TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLERİ İLE DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI'NIN TEORİ VE MODELLERİ

1. GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI'NA AİT TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLER

Sermayenin etkin ve verimli kullanımı uzun yıllardan beri üzerinde önemle durulan konulardan biri olmuştur. Sermayenin etkin ve verimli kullanılmasını sağlayacak yatırım alternatiflerinin neler olabileceği, kaynakların nasıl yaratılabileceği, varlıkların nasıl artırılabilceği konusunda son yüzyılda birçok varsayım ortaya konmuş ve teoriler geliştirilmiştir. Bu konuda finansal yönetim kapsamında geliştirilen teorileri ve yaklaşımları Geleneksel Finans Teorileri ve Davranışsal Finans Teorileri olmak üzere başlıca iki grupta toplamak mümkündür.

Geleneksel Finans Teorileri kapsamında uzun yıllardan beri birçok bilimsel çalışma yapılagelmiştir. Günümüzde bu çalışmalar yerini Davranışsal Finans Teorilerine ait çalışmalara bırakıyor izlenimi verse de Geleneksel Finans Teorileri yatırımcı davranışlarını ve beklentilerini anlamlandırmada halen daha yararlanılan temel teoriler konumundadır. Geleneksel Finans Teorileri temelinde insanı rasyonel kabul ederek, daha önce verilen yatırım kararlarında yapılan hataların tekrar edilmediğini varsaymakta ve yatırımcı tercihlerinin matematiksel temellere dayandığını, güncellenen ve kazanılan yeni bilgiler doğrultusunda yatırımcıların beklentilerini revize ettiğini kabul etmektedir.

Geleneksel Finans Teorileri birbirinden oldukça farklılık gösteren insan olgusunu rasyonel kalıplarda ele alırken, insanların yatırım kararı verme aşamasında, bu eylemin sonunda sağlayacağı fayda ile bu kararın verilmiş aşamasındaki zorlukları mukayese ettiklerini ve insanların eşit bilgi düzeyine sahipken aldıkları kararların sonuçlarını kestirebildikleri düşüncesini ileri sürmüştür. Yatırımcı davranışlarını rasyonel kalıplar içinde ele alan bu teorilere göre; yatırımcılar bekledikleri getirilerin yatırım kararı boyunca katlandıkları maliyetten fazla olduğu tüm durumlarda yatırım

kararı vereceklerdir. Fakat yatırım sonundaki beklenen getirinin katlanılan maliyetlerden büyük olması, yatırımcı açısından sürecin uygulamada mutlak yatırım kararıyla sonuçlanacağı anlamına gelmemektedir. Bu durum literatürde St. Petersburg Paradoksu olarak yer almakta ve yatırımcıların yatırım sonunda elde etmeyi bekledikleri getirinin katlandıkları maliyetten fazla olma ihtimaline rağmen yatırım yapmaya istekli olmayabileceklerini ifade etmektedir. St. Petersburg Paradoksu'na çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak yer verilmiştir.

Bu bölümde Geleneksel Finans Teorisi kapsamında; Beklenen Fayda Teorisi, Modern Portföy Teorisi, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Etkin Piyasalar Hipotezi ele alınıp incelenmektedir.

1.1.BEKLENEN FAYDA TEORİSİ

Fayda kelime anlamıyla; mal veya hizmetlerin insan ihtiyaçlarını giderebilme yeteneği ve derecesini ifade eder ve nesnelere insanlara sağladığı işe yarayış, mutluluk ve zevk olarak tanımı genişletilebilir. Abaan'a göre fayda; bir nesnenin kullanılmasından oluşan zevk ve önlenen acının toplamından oluşur (Abaan, 1998: 46). Finans açısından fayda ise; basitçe, yatırımcının yatırım yaptığı finansal araçtan elde etmeyi umduğu getirinin, yatırımcısını memnun etme düzeyi olarak tanımlanabilir. Tüm mümkün sonuçlarla ilgili faydaların, her bir sonucun meydana gelme olasılığı ile ağırlıklandırılmasına ise beklenen fayda denir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009: 137).

Beklenen Fayda Teorisi'nin temeli 18.yüzyılda Daniel Bernoulli tarafından ortaya konulan Beklenen Fayda Hipotezi'ne dayanmaktadır (Bergstrom, 2011). Bernoulli bu hipotezle belirsizlik halinde insan davranışlarını anlamlandırmaya çalışırken bunu ölçülebilir bir fayda işleviyle beraber ele almıştır. Bu kapsamda insanların beklenen parasal değeri değil, beklenen bu parasal değer beklenen faydasını maksimize ettiklerini ileri süren bir teori geliştirmiştir. Bernoulli çalışmanın sonunda beklenen faydanın nasıl ölçülebileceğine dair herhangi bir önerme ortaya koyamamıştır (Abaan, 1998: 125).

John Von Neumann ve Oscar Morgenstern adlı iki araştırmacı, 1944 yılında ortaya koydukları "Theory of Games and Economic Behavior" isimli çalışmasıyla beklenen fayda hipotezini geliştirmiş ve matematiksel olarak formülize etmişlerdir

(Neumann ve Morgenstern, 1944: 282). Araştırmanın bu özelliğiyle geleneksel finansın temelini oluşturduğu kabul edilmiştir. Beklenen Fayda Teorisi insanı rasyonel bir varlık olarak ele almaktadır. Rasyonel insan ya da iktisat bilimindeki adıyla İktisadi İnsan (Homo Economicus), neo-klasik iktisadın en tartışılan konularından biri olup kendi menfaati yönünde hareket eden, karar verirken faydasını maksimize etmeyi amaçlayan, çoğu aza tercih eden, duygularından sıyrılmış bir varlığı ifade etmektedir (Candan ve Hanedar, 2005: 2). Bu tanım günümüz şartları için kısmen hipotetik kabul edilebilir.

Beklenen Fayda Teorisine göre insanlar, risk içeren ya da belirsizlik taşıyan fırsatları onlardan beklenen faydaları karşılaştırarak değerlendirirler (Mongin, 1997). İnsanların böyle bir seçimi tam bilgi sahibi oldukları bir ortamda, karar verme aşamasında duygularını yansıtmadan, rasyonel sınırlar içinde, maliyet - fayda karşılaştırmasını gerçekleştirdikten sonra yaptıkları varsayılr. Bu yönüyle insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Kısacası, Beklenen Fayda Teorisi, belirsizlik durumunda sınırsız bir rasyonel davranışı öngörür. İktisadi modeller oluşturulurken bu şekilde basitleştirici ekstrem varsayımlar yapmanın pratik faydaları kabul edilmekle birlikte, teorinin üzerinde durduğu sınırsız rasyonellik varsayımının gerçek dünyadaki insan davranışını anlatmaktan uzak olduğu bilinmektedir (Bostancı, 2003).

Von Neumann ve Morgenstern (1944) beklenen faydayı, bir kararın veya stratejinin sonucu olan her bir olası faydanın, olayın gerçekleşme ihtimali ile çarpılmasıyla bulunan değer olarak nitelendirmektedir. Beklenen fayda teorisi, her bireyin alacağı kararlar neticesinde elde edeceği sonuçlardan (x) oluşan bir fayda fonksiyonunun (u) olduğunu belirtmektedir. (X) sonucunu doğuracak a eyleminin olma olasılığının p, aynı sonuca götürecek b eyleminin olma olasılığının q olduğu kabul edilirse bu durum aşağıdaki formül ile ifade edilebilir (Kungl.Vetenskapsak Akademien, 2002: 12):

$$\sum_i p_i u(x_i) > \sum_i q_i u(x_i)$$

Diğer bir deyişle; a eyleminin beklenen faydası, b eyleminin beklenen faydasından fazla ise karar alıcı kesinlikle a eylemini seçecek ve böylece kârını maksimize etmiş olacaktır. Burada karar vericinin farklı olayların gerçekleşme olasılıklarını bildiği ve faydasını en üst düzeye çıkararak kararı aldığı varsayılr.

“Beklenen Fayda Teorisinde, bütün ekonomik faktörlerin beklenen faydalarını maksimize edecek şekilde hareket ettikleri varsayılır. Ekonomik aktörler, “karşılıklarına çıkan belirsiz durumlarda olayların gerçekleşme ihtimalini hesaplarken Bayes Kuralı’ını kullanan, yani hesapladıkları olasılıklarla olaylardan elde edecekleri kazanımları çarparak beklenen faydalarını hesaplayan, sonra da beklenen faydalarını en üst düzeye çıkaran tercihleri yapan "rasyonel" varlıklardır (Bostancı, 2003: 3)”.

Fayda teorisinin temelinde paranın azalan marjinal faydası bulunmaktadır. Bu teoriye göre; hiç parası olmayan bir kimse ₺5.000 elde ederse, acil olan ihtiyaçlarını hemen karşılayabilir. Bu kimse ikinci bir ₺5.000 elde ederse, bu para da faydalı olacaktır fakat ikinci ₺5.000, ilk ₺5.000 kadar faydalı değildir. Paranın azalan faydası, ilave paranın gelir veya zenginlikte oransal olarak azalan bir artış meydana getireceğini ifade eder. Riske karşı tarafsız olan bir kimse için toplam fayda ile para arasında tam bir nispi ilişki bulunmaktadır. Bu durumda paranın marjinal faydası sabittir ve paranın ikiye katlanması faydanın da ikiye katlandığını gösterir. Riski seven bir kişi için toplam fayda ile para arasında daha fazla bir nispi ilişki bulunmaktadır. Yani toplam faydadaki artış, para miktarındaki artıştan daha fazladır (Dursun, 1997: 5-6).

Beklenen fayda teorisi’nin varsayımları şu şekilde sıralanmaktadır (Abaan, 1998: 126).

- Tamamlanmışlık (completeness) : x ve y arasında yapılacak olan bir seçimde, ya x, y’ye tercih edilir, ya y, x’e tercih edilir ya da iki seçenek arasında kararsız kalınır.
- Geçişlilik (transitivity): Alınan kararlar tutarlıdır. x ve y seçeneklerine üçüncü bir z seçeneği eklenirse, x, y’den, y,z’den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici x ile z arasında bir tercih yapma durumunda x’i tercih edecektir. Bu durum çok’un az’dan iyi olması olarak da isimlendirilir ve karar verici çok olanı seçecektir (Bailey, 2002). Hanson ve Kysar (1999) ise bu durumu “üstünlük / sıralılık” başlığıyla ele almış, ilave olarak karar vericinin böyle bir durumda kayıtsız da kalabileceğini ileri sürmüştür.
- Tercihlerin sürekliliği (continuity) varsayımı: Eğer x,y ve z gibi üç ödül ve sıfır ile bir arasında değer alan bir p olasılığı var ise; $p*x + (1-p)*z$, elde

edilebilecek y ödülü kadar cazip bir sonuçtur. O halde x veya z' yi, y' den farksız kılan herhangi bir p olasılığı vardır. Tercihlerin sürekliliği varsayımına göre, olasılıklarda meydana gelecek olan küçük değişiklikler, seçim setinin sıralamasını değiştirmeyecektir.

- Bağımsızlık (independence) varsayımı: x ve y ödülleri eşit ölçüde cazipse, piyango $p*x$ ile $(1-p)*z$ ve piyango $p*y$ ile $(1-p)*z$, p ve z'nin her değeri için eşit olacak şekilde cazip ödüllerdir. Hanson ve Kysar (1999) ise bağımsızlık varsayımını, karar vericinin aynı gerçekleşme olasılığına sahip (%50 - %50) a'yı b'ye tercih etmesi durumunda, %50 ihtimalle a'nın kazanmasını %50 ihtimalle b'nin kazanma olasılığına tercih edeceği şeklinde ifade etmiştir.
- Kazanma şansı yüksek olanı tercih etmek varsayımı: Piyango L1, $p*x$ ve $(1-p)*y$ ve piyango L2, $q*x$ ve $(1-q)*y$ olsun. Piyango L1 ve L2 ödüller açısından aynı, olasılıklar açısından farklı piyangolardır. Eğer, $p>q$ ise, xPy tercihinin ortaya konması, L1 piyangosunun L2 piyangosuna tercih edildiği anlamındadır.

Herbert Simon (1982) ekonomik karar birimlerinin, karar verirken bilişsel birtakım sınırlamalarla karşı karşıya olduklarını, bilgi ve bilgiyi işleme kapasitesi bağlamında sınırlarının olması nedeniyle rasyonelliklerini ancak bir noktaya kadar sürdürebildiklerini belirtmektedir. Bu bağlamda, karar vericinin tüm bilgiye sahip olması kısıtlayıcı öğeler sebebiyle mümkün olamayacak, dolayısıyla karar verici süreç boyunca karşılaşacağı tüm seçenekleri değerlendirmekte güçlükler yaşayacaktır. Ayrıca Simon bu süreçte karar biriminin belli bir maliyeti karşılamak zorunda olduğunu, bu maliyetin durumuna göre de elde ettiği bilgi ile yetinebileceğini ve böylelikle sınırlı bir rasyonellikle hareket etmiş olacağını belirtmektedir. Sonuç olarak yatırımcı, sınırlı bilgiye sahip olduğu alternatifler arasında kendince en uygun olanı seçmek zorunda kalacaktır. Rasyonel Sınırlılık (bounded rationality) olarak isimlendirilen varsayım bu yönüyle Beklenen Fayda Teorisi'nin alternatif yaklaşımı olarak kabul edilmektedir (Yalçınkaya ve Durcan, 2008: 7).

1.1.1. Risk ve Belirsizlik

Gelecek belirsizliklerle doludur ve yatırımcılar gelecekte olacakları bilememektedir. Dolayısıyla insanlar ve yatırımcılar seçimlerinin sonuçlarından ancak gerçekleştiğinde haberdar olmaktadır.

Gelecekle ilgili kararlar düşünüldüğünde belirsizlik ve risk unsuru kararların subjektif alınmasına yol açmaktadır. Risk ve belirsizlik arasındaki en temel fark, riskin ölçülebilen ya da ölçülemeyen miktarda olasılık içermesi, belirsizliğin ise herhangi bir durumun gerçekleşme olasılığının bilinmemesi ya da hiç olasılığa sahip olmaması durumudur (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2011: 65). Riski bu açıdan, birçok durumla alakalı olan ve gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlamak mümkündür. Finansal açıdan bakıldığında ise risk; beklenen amaçlar ile gerçekleşenler arasında ortaya çıkan sapmaya verilen isimdir. Bir yatırımın riski beklenen getiriden sapması olarak belirtilmekte, genel olarak varyans ve standart sapma ile açıklanmaktadır ve şu biçimde ifade edilmektedir (Karan, 2001: 134):

$$\text{Varyans} = \sigma^2 = \sum_{j=1}^n (r_j - \bar{r})^2 p_j$$

Varyans, kare ile ifade edildiğinden sonucu açıklama zor olacaktır. Dolayısıyla, varyansın karekökü olan standart sapmayla risk daha anlamlı olarak açıklanabilir.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{j=1}^n (r_j - \bar{r})^2 p_j}$$

1.1.2. Riskin Söz Konusu Olduğu Durumlarda Yatırımcı Davranışları

Yatırımcılar riske karşı değişik pozisyonlar alabilmektedir. Bu pozisyonlar riskten kaçınma veya riski azaltıcı pozisyonlara yönelme şeklinde olabileceği gibi, riske karşı nötr kalma veya risk sever ve riskten fayda bekleme şeklinde de ortaya çıkabilmektedir.

Riskten kaçınan yatırımcılar (risk aversion), riski istemez ve riskten kaçınır tavır sergilerken riskin kaçınılmaz olduğu durumlarda yatırım tercihi yapmaları

gerektiğinde ise daha az riskli gördükleri varlıklara yönelirler. Riskten kaçan kişinin, riskten kaçınmak için ödeyeceği para risk primidir ve risk priminin tutarı yatırımcının karşısındaki riskli alternatiflerle orantılıdır (Başoğlu v.d., 2009: 141).

Riske karşı nötr kalan yatırımcılar (risk neutrality), yatırımlarında risk faktörünü göz ardı ederek sadece beklenen getiriye odaklanırlar ve yatırımlarını beklenen getiriye göre şekillendirirler.

Risk sever yatırımcılar (risk seeking) için, yatırımın beklenen faydası, yatırım yapmamanın beklenen faydasından daha büyüktür. Risk almak için, risksiz yatırımlara göre ek bir risk primi istemezler ve sadece eğlence için bile risk alabilirler (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2011: 68).

Parasal dönüşümleri aynı olan, daha az riskli ve daha fazla riskli bir yatırım arasında seçim yapma durumunda olan yatırımcılar düşünüldüğünde; riskli seven yatırımcı, daha fazla risk içeren seçeneği tercih etme eğilimindeyken, riskten kaçınan yatırımcı ise daha az riskli gördüğü seçeneğe yatırım yapma eğiliminde olacaktır. Bu durumda riske karşı tarafsız olan bir yatırımcı iki alternatif arasında bir tercihte bulunmaz (Hirschey ve Pappas, 1993: 93. akt. Dursun, 1997: 5).

1.1.3. Arrow-Pratt Riskten Kaçınma Ölçümü

Yatırımcıların riskin söz konusu olduğu durumlarda gösterdikleri davranışlar önemlilik arz ettiği kadar bu risklerden hangi derecede kaçındıkları da aynı derecede önem arz etmektedir. Yatırımcıların yatırımlarından beklentileri nasıl farklılık gösteriyorsa getiri beklentilerine bağlı olarak aldıkları risk ölçüsünde de farklılıklar görülmektedir. Bu tür risklerin tamlik derecelerinin (precision) doğru olarak tespit edilebilmesi, yatırımcı davranışlarını anlamlandırmada önem teşkil etmektedir. Yatırımcıların riske uzaklıklarını ölçmek için geliştirilen modeller arasında en fazla kabul gören modellerden biri J.W. Pratt (1964) ve K.J. Arrow (1965)'un kendi isimleriyle anılan Arrow-Pratt Riskten Kaçınma Ölçüsüdür.

Arrow ve Pratt 1965'te geliştirdikleri modelle riskten kaçınma derecesini;

$$Au(w) = \frac{-U''(w)}{U'(w)}$$

formülüyle açıklamışlardır. Buna göre;

(w) – yatırımcının varlıklardan beklediği nihai değeri,

$U(w)$ ise; fayda fonksiyonunu (utility function) ifade etmektedir.

1.1.4. St.Petersburg Paradoksu

Yatırımcılar yatırım yapacakları araçlardan doğal olarak bir kazanç beklemektedir. Yatırımcının en temel beklentisi şüphesiz ki kazanma isteği doğrultusunda olmaktadır. Bu durumda yatırımcı, deterministik bir ortamda yatırım kararı verme aşamasındayken bu yatırımlardan sağlayacağı kazancın yatırımın mevcut götürüsünden büyük olması halinde yatırım yapmayı düşünecektir. Bu bir oyun olarak kabul edilirse, yatırımcı beklediği getirinin yatırım için katlanacağı maliyetlerden büyük olmasını avantaj olarak görecektir ve bu oyuna katılmak isteyecektir. Bu bağlamda geleneksel finans teorilerine temel teşkil eden rasyonel davranış varsayımı; insanı rasyonel kalıplar içerisinde ele alıp, yatırım yapacak insanların bu kararları sonucunda oluşacak olayları tam olarak bildiğini kabul etmektedir. Bu durumda rasyonellik ek bir varsayım olarak tam bilgiyi içermek zorundadır (Abaan, 1998: 76). Fakat tam bilgiye ulaşabilmek belirli durumlar dahilinde mümkün olabilmektedir.

Mevcut kuramlar kapsamında yatırımcıyı bu oyuna dahil edecek husus; onun kazanç isteği olacaktır. Bu pozisyon eğer belirsizlik içeren durumlarda da geçerli olacaksa yatırımcı katıldığı bu oyunda risk almak zorunda kalacaktır. Alınan riskin büyüklüğüyle alakalı olarak beklenen getirinin büyüklüğü de değişecektir. Şöyle ki; alınan risk ne kadar büyükse beklenen getiri o derece yüksek olacaktır. Bu durumda oyuna katılma maliyeti artacağı için birçok yatırımcı oyuna katılmak istemeyebilir. Bir başka deyişle; yatırımcının kazanç istemiyle almak isteyeceği risk doğrusal bir birliktelik göstermeyecektir. Oyun dürüst bir oyun olsa bile birçok oyuncu bu oyuna girmeye gönüllü olmayabilir. Bu çelişkiyi ilk fark eden Bernoulli adında bir matematikçidir. Bernoulli 1738'de bu durumu ortaya koyarken beklenen faydanın rakamsal olarak da ifade edilebileceğini öne sürmüştü fakat bunu herhangi bir temele oturtamamış, somut kanıtlar ortaya koyamamıştır (Turgutlu, 2006: 16).

Bernoulli'nin öne sürdüğü söz konusu rakamsal fayda teorisini kabul eden ekonomistler, bir eylemin yaratacağı faydanın o eylemin ortaya çıkaracağı zarardan

fazla olması durumunda, insanın bu eylemi yapacağı yolundaki önermelerin, belirsiz durumlar için de geçerliliğini koruyacağını düşünmüşlerdir (Abaan, 1998: 80). Bu durum riskin büyüdükçe beklenen getirinin de büyüyeceği varsayımıyla paralellik göstermektedir.

Şans oyunları, insan davranışlarının analizinde belirsizlik ve eksik bilgi hallerinin etkilerini araştırmak için elverişli bir deney ortamı oluşturmaktadır. Hatırlanacağı gibi geleneksel fayda, insanların karar verirken bu karar sonucunda elde edecekleri kazancın toplam faydasını yine karar verirken katlanacakları maliyetlerin sağlayacağı toplam fayda ile karşılaştırmaktaydı. Bu durum talih oyunlarına uyarlandığında, olası beklenen ödül oyuna katılma ücretinden yüksek olsa bile insanların katılmasını garanti etmemektedir. Bu çelişki literatüre St. Petersburg Paradoksu olarak girmiştir. Paradoksun St.Petersburg kenti ile özdeşleştirilmesi bir rastlantı değildir. 18.yüzyılda önemli bir kumar kenti olan St.Petersburg'un adı bu çalışmaya verilirken kentin o dönemde şans oyunlarının simgesi haline gelmiş olması bunda önemli rol oynamıştır (Abaan, 1998: 80).

Bu paradoksu şöyle bir yazı-tura oyunu örneği ile senaryolaştırmak mümkündür. Öncelikle yazı-tura oyununa girmek için sabit bir katılım ücreti ödenecek, sonra bir metal para rastgele havaya atılacaktır, metal paranın yazı sayılan yüzü üste geldiğinde oyun sona erecek ve para yazı gelene kadar havaya atılmaya devam edilecektir. İlk etapta katılım ücreti olan ₺1 bir kavanoza koyuluyor. Bilindiği gibi bu şekilde para her havaya atıldığında yazı ya da tura gelme olasılığı $\frac{1}{2}$ 'dir, yazı gelene kadar her atış için kavanozdaki para ikiye katlanacaktır. İlk seferde yazı gelmesi halinde ₺1, ilk atışta tura gelmesi halinde ve ikinci atışta yazı gelmesi halinde ₺2, ikinci atışta tura, üçüncü atışta yazı gelirse ₺4, üçüncü atışta tura ve dördüncü atışta yazı gelirse ₺8 kazanıyorsunuz vb. şeklinde örneği devam ettirmek mümkündür (Martin, 2001). Kısacası, para k kere havaya atıldığında yazı gelene kadar ₺ 2^{k-1} kazanmış olunmaktadır.

Oyuna katılım için ₺1 ödendiği varsayılırsa oyun sonunda katılımcılar nasıl bir kazanım sağlayacaklardır?

Tablo1. ₺1 katılım ücreti ile olası kazanç olasılığı

n	$P(n)$	Ödül (₺)	Katılım Ücreti (₺)
1	1/2	2	1
2	1/4	4	1
3	1/8	8	1
4	1/16	16	1
5	1/32	32	1
6	1/64	64	1
7	1/128	128	1
8	1/256	256	1
9	1/512	512	1
10	1/1024	1024	1

Kaynak: (Martin, 2011)

Bu tablonun toplamı sonsuza kadar böyle devam edecektir. Oyuncu için bu oyundan beklenen kazanç, en azından ideal olarak oyun salonunun sınırsız kaynağa sahip olduğu varsayımıyla, sonsuz miktarda olacaktır. Bu, oyuncunun ne kadar katılım ücreti öderse ödesin uzun vadede oyunda kalması gerektiği anlamına gelmektedir. Sonuçta yatırımcı oyuna katılmak için ne kadar ödemiş olursa olsun oyun sonunda elde edeceği kazanç başlangıçtaki katılım maliyetinden yüksek olacaktır. Geleneksel karar verme tutumuna göre, oyuna katılmak avantajlı ve rasyonel olduğunda, yani yatırımcı fırsatın farkına vardığında hangi başlangıç maliyetine katlanırsa katlansın oyuna girmelidir. Fakat birçok kişi katılma ücretinin artırılması durumunda, örneğin başlangıçtaki ₺1 katılma ücretinin ₺10.000 olduğunu varsayalım, oyuna katılmak istemeyebilir. Yani, ortaya konan ödülün herkesçe kazanılmak istenecek ölçüde cazip olması veya katılım ücretinin düşürülecek olması bile oyuna katılmak istemeyenlerin düşüncelerini etkileyebilir.

Beklenen getiri katılım maliyetinin çok ötesinde olsa da insanların oyuna katılmama yönündeki tutumunda bir değişiklik olmayacaktır. Buna örnek olarak katılım ücreti çok düşük olsa veya sonunda koyulan ödül büyük olsa dahi insanların her zaman piyango bileti alma taraftarı olmaması gösterilebilir. Bu durum insan davranışlarının rasyonalize edilmiş kalıplar içerisinde alınmasının çekinceler

doğurabileceğine dikkat çekerek, insan davranışlarının kendine atfedilen bu rasyonalite çemberi içerisinde tercihlerinde tutarsızlık gösterebileceği yönündeki düşünceleri pekiştirmektedir ve bu haliyle Geleneksel Finans Teorileriyle çelişmektedir. Tutarlılık gerçekçi bir davranış için önkoşul ise; St.Petersburg Paradoksu insan tercihlerinin tutarsızlık gösterdiğini ortaya koymaktadır (Abaan, 1998: 82)

1.2. MODERN PORTFÖY TEORİSİ

Modern Portföy Teorisi 50'li yılların başında Henry Markowitz tarafından finans alanına sunulmuş bir finans teorisidir. Markowitz'in çalışması, o yıllarda finansal varlıklarla sadece sonuç yani getiri itibarıyla ilgilenen ekonomi dünyasına yeni bir soluk getirmiş ve bununla beraber Geleneksel Portföy Yaklaşımından Modern Portföy Yaklaşımı olarak adlandırılan yeni bir döneme geçişin öncüsü olmuştur. Yatırımcılar o dönemde risk unsurundan daha çok yalnızca yatırımlardan elde edilecek gelirle ilgilenmektedir. Finans alanında çalışanların ve yatırımcıların risk faktörünü algılayıp fark etmeleriyle birlikte, getiriyle risk arasında ilişki kurulmaya başlanmış, minimum riske katlanarak maksimum getiri sağlayacak yatırım alternatifleri arayışına girilmiş ve portföy oluşturup çeşitlendirme konusundaki yönelimler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Markowitz'in daha önce yaptığı çalışma, üzerinden hayli zaman geçtikten sonra finans piyasalarında anlaşılmıştır. Bununla beraber sırf varlık çeşitliliğiyle riskin olumsuz etkilerinden kaçılmayacağı, portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de riski azaltmada etkili olduğu Markowitz'in çalışmasıyla ortaya konulmuştur (Markowitz, 1952: 79-80).

Markowitz, parasını menkul kıymetlere yatıran bir yatırımcının yatırım sonunda sağlayacağı getiriye bilmesinin mümkün olmayacağını savunmaktadır (Karan, 2001: 131). Literatürde Markowitz Modeli olarak da bilinen bu teori, portföy çeşitlendirmesinin riski azaltmada nasıl kullanılacağını ve riskli varlıkların nasıl fiyatlanacağını örneklendirmektedir. Modelle birlikte hedeflenen beklenen kazancı sağlamak için minimum risk içerecek portföyün bulunmasına çalışılır. Markowitz sözkonusu Portföy Seçimi isimli çalışmasıyla 1990 yılında Ekonomi alanında Nobel ödülüne layık görülmüştür (www.nobelprize.org).

Modern Portföy Teorisi (MPT), yatırımcının belli bir risk düzeyinde yatırımından sağlayacağı getiriye en çoklamayı arzu etmesi üzerine geliştirilmiştir. Yatırımcı böyle bir isteğe sahipken aynı getiriye sağlayacak iki finansal varlık arasında seçim yapması gerektiğinde ise risk faktörünü dikkate alacak ve düşük risk düzeyindeki finansal varlığa yatırım yapma eğiliminde olacaktır.

MPT’nde yatırımcılar beklenen getirilerini yükseltmek, belirsizlikleri ise azaltmak arzusundadırlar. Diğer bir deyişle; getirilerini en çoklama amacı taşıırken risklerin de azaltılması amaçlanmaktadır. MPT’nin temel varsayımları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Şahin, 2006: 36):

- Yatırımcılar kararlarını yalnız beklenen getiri ve riske göre almaktadırlar,
- Sermaye piyasası oldukça etkindir,
- Tüm yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha fazla getiriye tercih etmektedirler,
- Bütün yatırımcılar rasyonel düşünmektedirler.

Risk almaktan kaçınan yatırımcılar veya daha düşük düzeyde risk almak isteyen yatırımcılar farklı varlıklara yönelim göstererek toplam risklerini düşürmek isteyeceklerdir. Tek bir finansal varlıktan oluşan yatırımlar yatırımcı için büyük oranda risk içermektedir. Varlığı sadece tek bir finansal varlıktan oluşan yatırımcı olası bir kayıp halinde tüm servetini yitirme tehlikesiyle karşı karşıya kalacaktır. Modern Portföy Teorisi farklı riskteki yatırım araçlarının bir araya getirilerek bu araçlar arasındaki etkileşimin incelenmesini savunmaktadır. Farklı yatırım araçlarının aynı portföyde toplanmasıyla bu yatırım araçlarının birer birer sahip olduğu risk karşılıklı dağıtılacak ve sepetin toplam riski de böylelikle düşmüş olacaktır. Bu sayede en azından yatırımcının tüm varlığını kaybetme tehlikesi ortadan kalkacaktır.

Bu yolla hazırlanacak bir sepete ilişkin en önemli kritiklerden biri portföylerin ya da diğer adıyla yatırım sepetlerinin spesifik dönemler için hazırlanacağı varsayımından hareketle ilgili dönem sona erdikten sonra tekrar yeniden bir yatırım sepeti oluşturulmak zorunda kalınmasıdır. Dolayısıyla getiri de yalnızca ilgili dönemi kapsayan bir getiri olacaktır.

1.3. VARLIK FİYATLAMA MODELLERİ

Varlık fiyatlamada Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) ile Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) olmak üzere 2 fiyatlama modeli kullanılmaktadır.

1.3.1. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Geleneksel Finans Teorisi'nde varlıkları fiyatlamada kullanılan iki temel modelden biri olan Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM), William Sharpe (1964), John Lintner (1965), Jan Mossin (1966) ve Black (1972) tarafından gerçekleştirilen birbirinden bağımsız çalışmalar sonucu ortaya çıkan bir denge modelidir (Leroy ve Werner, 2001: 202). FVFM, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi (beta katsayısı) arasındaki ilişkiye bakarak denge değeri bulmaya çalışır (Gökbel, 2003: 22). Buna göre; alınacak risk ne derece büyükse beklenen getirinin büyüklüğü de riske bağlı olarak yüksek olacaktır.

Varlık fiyatlamasının temelini oluşturan FVFM, hem piyasada işlem gören varlıkların risk ve getiri oranlarına ilişkin karşılaştırma imkânı sağlamakta hem de henüz piyasada işlem görmeye başlamamış olan varlıkların beklenen getirilerinin belirlenmesinde etkin olarak kullanılabilir (Wang ve Xia, 2002: 145).

Bir başka tanıma göre FVFM, bir yatırımın beklenen getiri oranının, “risksiz faiz oranın, yatırımın sistematik riskinin ve pazar portföyünün bir fonksiyonu olduğunu” ifade eden bir eşitlik olarak tanımlanmaktadır (Keown v.d., 2005: 205).

Görüldüğü üzere FVFM, herhangi bir menkul kıymetin risk ve getirisi arasındaki ilişkiyle oluşturulan denge noktasından hareketle, menkul kıymetin değerini belirlemeye çalışmaktadır. FVFM geliştirilirken Markowitz'in Portföy Teorisi esas alınmıştır. Hatırlanacağı gibi Markowitz, Portföy Teorisi'ni riski azaltmak için etkin bir portföyün nasıl hazırlanacağından yola çıkarak portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılabildiğini ortaya koymuştur. Markowitz'in Portföy Teorisi etkin portföyleri bulmaya çalışırken, FVFM etkin varlıkların nasıl fiyatlanacağını açıklamaktadır.

FVFM'nde tek bir değişken esas alınmakta ve bağımsız değişken olarak pazar portföyü kabul edilmektedir. Bu sebeple tüm riskli menkul kıymetler getirileri pazar

portföyünün getirileri doğrultusunda ifade edilmektedir. Beta katsayısı da herhangi bir menkul kıymet getirisinin pazar portföyü getirisi ile yakınlığını belirtmektedir. Pazar portföyünün iyi çeşitlendirilmiş bir portföy olması sebebiyle toplam riski oluşturan iki riskten firma riski kaybolmakta ve sadece pazar riski söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla beta katsayısı sadece pazar riskini yansıtmaktadır (Karan, 2001: 203-204).

FVFM, risk ve getirinin birbirine hangi derecede yakın olduğu ve ayrıca aralarında nasıl bir etkileşim olduğunu ortaya koymak üzere geliştirilmiştir. Bununla beraber FVFM, yatırım yapılması düşünülen menkul kıymetin içerdiği riskle aynı doğrultuda getiri sağlayıp sağlamayacağını ölçmeye çalışmaktadır. FVFM ile beraber aynı zamanda henüz piyasaya sürülmemiş bir menkul kıymetin beklenen getirisinin ölçümüne yönelik perspektifler de model kapsamında ele alınmıştır.

Varlık fiyatlama modelleri, risk faktörünü 2 grupta sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırmalardan biri; yatırımcının ne yaparsa yapsın risk faktörünü gideremeyeceği üzerinedir. Bu risk faktörü sistematik risk veya çeşitlendirilemeyen risk faktörü olarak adlandırılır. Diğer bir sınıflandırma ise; portföy çeşitlendirme yoluyla azaltılabilecek olan risktir ve sistematik olmayan risk veya çeşitlendirilebilir risk faktörü olarak adlandırılır (Focardi ve Fabozzi, 2004). Modelin sadece sistematik riski göz önünde bulundurması, sistematik olmayan riskin iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile dağıtılabileceği veya sıfırlanabileceği varsayımından kaynaklanmaktadır (İvgen, 2003: 75).

FVFM'nin temel varsayımları aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır. Bu varsayımlar ayrıca model türetilmesine de imkân vermektedir (Harrington, 1987: 11):

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Bu nedenle menkul kıymetlerin piyasa fiyatı bireysel davranışlardan etkilenmemektedir.
- Bütün yatırımcılar portföylerini beklenen getiri ve standart sapmaları (veya varyans) ile değerlendirir.
- Piyasadaki bilgiye herkes aynı şekilde ve herhangi bir bedel ödmeden ulaşabilir.

- Yatırımcılar varlıkların beklenen getirilerini, standart sapmalarını ve aralarındaki korelasyonları aynı şekilde hesaplar.
- Herbir yatırımcı için yatırım dönemi aynıdır ve menkul kıymetler bir ay, üç ay gibi aynı tek dönem süresince elde tutulur.
- Bütün varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilirdir. Bir varlığın herhangi bir parçasını satmak veya almak olasıdır. Yatırımların hisse senetleri gibi piyasada işlem gören finansal varlıklar olması gerekir. Ayrıca risksiz bir varlığın bulunduğu varsayılmıştır. Bütün yatırımcılar risksiz faiz oranından istedikleri kadar borç alabilmekte ve verebilmektedirler.
- İşlem giderleri yoktur. Aynı zamanda verginin de sıfır olduğu varsayılır.
- Bütün yatırımcılar dönem sonundaki servetlerinden bekledikleri faydayı ençoklaştırmaya çalışmakta ve riskten kaçınmaktadırlar. Aynı beklenen getiriye sahip iki yatırım seçeneği varsa, yatırımcılar getirisinin varyansı küçük olan yatırım seçeneğini tercih edeceklerdir. Aynı şekilde getirisinin varyansı aynı olan iki yatırım seçeneği varsa, beklenen getirisi yüksek olan seçenek yatırımcılarca tercih edilecektir.
- Bütün yatırımcılar yatırım kararlarını getirilerin olasılık dağılımına dayanarak almaktadırlar. Getirilerin olasılık dağılımının da, normal dağılıma yaklaştığı varsayılmıştır. Yatırımcılar bir yatırımın olabirliğini, bütün yatırım seçeneklerinin beklenen getirisi ve getirilerin varyansını gözönünde bulundurarak değerlendirirler (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İleri Düzey Lisans Eğitimi Kılavuzları, 2011: 87-88).

1.3.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Varlık fiyatlamada kullanılan bir diğer model ise Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM)'dir. Arbitraj kısaca, benzer nitelikte ya da aynı ürünün piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından hareketle eş zamanlı olarak düşük fiyatlı yerden alınarak yüksek fiyatlı yerde satılması olarak açıklanabilir. Arbitraj piyasalarda oluşan fiyatların olması gereken seviyede kalması için önem arz eder. Örneğin etkin bir piyasada rasyonel olmayan yatırımcıların bir finansal araca beraber hareket etmeleri

veya birbirinden bağımsız şekilde eğilim göstermeleri sonucu söz konusu finansal aracın fiyatı yüksek bir noktaya çıkacaktır. Bu piyasadaki fiyatın makul bir seviyeye gelmesi, ancak arbitrajcılarının bu finansal aracın işlem gördüğü başka bir piyasadan düşük fiyatta satın aldıkları ilgili enstrümanı yüksek fiyatlı piyasada satmalarıyla mümkün olacaktır. Bu sayede fiyat tekrar dengeli bir seviyede kalmış olacaktır.

Ross tarafından 1976'da ortaya konulan AFM, FVFM gibi beklenen getiri ile risk derecesinin yakınlığını inceleyen bir denge modelidir. FVFM'nden farklı olarak varlık getirilerini açıklamada çoklu faktör modelini kullanmakta ve bunun dışında yatırımcılara ilişkin herhangi bir varsayım ileri sürmemektedir. FVFM varlığın getirisini sadece pazar portföyü duyarlılığı ile ilişkilendirirken, AFM sadece pazar portföyünü değil, aynı zamanda enflasyondaki değişimleri, endüstri üretimindeki değişimleri, faiz oranları ile ilgili değişimleri, risk primi gibi finansal faktörleri de varlık fiyatlamada kullanmaktadır (Chen, Ross ve Roll, 1986: 341-360).

AFM, hangi faktörlerin bir finansal varlığın fiyatını etkileyebileceğini açıklamamakla birlikte, araştırmalar AFM kapsamında değişik faktörlerin finansal varlık fiyatlarını açıklamada anlamlı ve önemli olduğunu ortaya koymuştur. Chen, Roll ve Ross'un ortaya koyduğu faktörler;

- Enflasyondaki değişimler,
- Endüstriyel üretimdeki değişimler,
- Risk primlerindeki (düşük ve yüksek riskli tahviller arasındaki getiri farkı) değişimler,
- Faiz oranları vade yapısında (kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının görece büyüklüklerinde) değişimlerdir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İleri Düzey Lisans Eğitimi Kılavuzları, 2011: 92).

1.4. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Finansal piyasalarda faaliyet gösteren herhangi bir firmaya ait yatırımcılara yeni bir bilgi geldiğinde bu bilgi hangi çabuklukta yatırımcılara ulaşmaktadır? Bilgi tüm yatırımcılara eşit düzeyde ve eşzamanlı mı ulaşmaktadır? Bu bilginin yatırım kararları üzerindeki etkisi nedir, pazarı nasıl etkiler? Bu ve bunun gibi diğer soruların cevabı piyasaların etkinliğini ve etkinlik derecesini ortaya koymaktadır. Yani,

piyasaların bilginin geliş düzeyine göre tepkime süresi kısa ise o piyasanın etkin bir piyasa olduğundan söz edilebilmektedir. Piyasaların tepkime süresinin uzun ve yavaş olması ise o piyasanın etkin olmadığını işaretidir.

Etkin Piyasa deyimi ekonomi ve finans literatürüne 1969'da Fama'nın öncülüğünde gerçekleştirilen bir çalışmayla kazandırılmıştır. Etkin Piyasa, ilgili çalışmada yeni bilgiye hızlıca uyum sağlayabilen piyasa olarak tanımlanmaktadır (Fama vd, 1969: 1). Bununla beraber Fama 1991'de gerçekleştirdiği çalışmada daha modern bir tanımlama yaparak, piyasaların etkinlik düzeyini ölçmede yeni bilginin tek ölçüt olmadığını öne sürmüş, ayrıca etkin bir piyasadaki varlık fiyatlarının mevcut tüm bilginin yansıması olduğunu belirtmiştir (Fama, 1991: 1575). Bu varsayımına göre, piyasaların gelen bilgileri rasyonel olarak işlediği ve yatırımcılar tarafından sistematik sayılabilecek hataların yapılmadığı çıkarımı yapılabilir. Yani sonuç olarak fiyatlar bilgi ile doğru orantılı olarak tutarlılık gösterir.

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), menkul kıymetlerin mevcut olan bütün bilgiyi yansıttığını, fiyatların bilgi girişiyle değişmediğini varsayar. Yani fiyat değişimleri tamamen rassaldır (Parasız, 1992).

Piyasada oluşan fiyatlar düşünüldüğünde bu fiyatların tüm bilgileri içermesinin her zaman için mümkün olmayabileceği ortadadır. Mevcut bilgilerin tüm oyunculara ulaşması oyunun içinde çok sayıda rasyonel oyuncunun var olmasıyla mümkün olacaktır. Aynı zamanda bilgiler eksiksiz ve güncel şekilde tüm oyunculara aynı anda ulaşmalıdır. Shleifer EPH'nin argümanlarını 3 başlık altında incelemiştir. Buna göre; yatırımcıların çoğu rasyoneldir ve piyasaları rasyonel değerlendirmektedirler. Bunun dışında piyasada rasyonel olmayan yatırımcılar da bulunmaktadır. Bu yatırımcıların davranışları birbirlerini dışlamakta ve fiyatları etkilememektedir. Yatırımcıların sergiledikleri irrasyonel davranışların piyasalarda oluşturduğu fiyat dalgalanmalarını rasyonel arbitrajcular önlemektedir (Otluoğlu, 2000: 24).

Etkin bir piyasayı "fiyatların mümkün olan tüm bilgiyi tamamen yansıttığı piyasa" olarak tarif eden Fama, her piyasanın da etkin olmayabileceğine dikkat çekmektedir. Bu nedenle de, bir piyasanın etkin olabilmesi için şu koşulların bulunması gerektiğini belirtir (Fama, 1970).

- Piyasada çok sayıda satıcı ve alıcı vardır. Hiçbir alıcı veya satıcı piyasayı etkileyecek güce sahip değildir.
- Yatırımcılar, piyasalarda fiyatları etkileyebilecek bilgilere, önemli bir maliyet üstlenmeksizin ve en kısa zamanda ulaşabilirler.
- Etkin bir piyasada işlem giderleri de oldukça düşüktür.
- Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir. Diğer bir deyişle, düzenleyici mevzuatla piyasaların istikrarlı çalışması sağlanmaktadır.

Bu varsayımlar altında bazı eleştiriler ortaya çıkmaktadır. Örneğin, yatırımcıların risk ve beklentilerinin homojen bir yapıda olmasını beklemek pek makul olmayacaktır. Yatırımcılar farklı risk seviyesinde farklı beklentiler içerisinde olabilirler. Bununla beraber kısa ve uzun vadede yatırımcı davranışlarının yine beklenen getiri ve kabul edilebilecek risk seviyesi anlamında çeşitlilik göstereceği de beklenebilir. Yani, planlanan yatırımın süresi de homojen bir karakter göstermeyebilir. Öne sürülebilecek bir başka argüman ise, bilginin erişimi, dağılımı ve erişim süresindeki kısıtlar olacaktır. Örneğin piyasaya ve finansal araçlara ilişkin veriler üzerinde tekelleşme ya da işlem giderlerinin rekabet sağlamaktan uzak olması gibi unsurların yer alması piyasaların etkinliği konusunda tartışılan konuların başında gelmiştir. Bu durumda piyasaların etkinlik sağlayabilmesi, aynı bilgiye eşzamanlı sahip olan ve belirli kurallar dahilinde karar alan yatırımcıların olması (arbitrajcılar) ile mümkün olmaktadır.

EPH'nin temelinde tam rekabet piyasasının şartları bulunmaktadır ve bu haliyle geleneksel kabul edilen finans teorisinin merkezinde olduğu kabul edilmektedir. Bu ölçüde piyasaya aktarılmış bilgiler ışığında herhangi bir finansal varlığın o anki değerinin o finansal varlığın gerçek değeri de olduğu kabul edilebilir. Mevcut bilginin piyasaya gelmesiyle verilecek tepki sonucu söz konusu finansal varlığın fiyatı oluşuyorsa, girecek bilginin önceden kestirilemez olması sebebiyle fiyatların da rassal (randomize) olduğu kabul edilebilir. Bu durum EPH kapsamında Rassal Yürüyüş (random walk) olarak isimlendirilir (Fama, 1970). Yani piyasada birbirini izleyen fiyat farklılıkları olabilir, önceden oluşan fiyat değişimlerine bakarak ilgili finansal varlığın ileride oluşacak fiyat düzeyi tahmin edilemez. Eugene F. Fama, EPH ile ilgili çoğu Rassal Yürüyüş hipotezine dayanan ampirik çalışmaları

organize ederek bu çalışmalarını teorik bir yapıya oturtmuş ve pazarı etkinlik düzeyi açısından; zayıf etkinlik formu, yarı güçlü etkinlik formu ve güçlü etkinlik formu olmak üzere üçe ayırmıştır (Fama, 1970: 383). Söz konusu formlara bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak değinilecektir.

Etkin bir piyasada, bir hisse senedinin fiyatının, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenmesi suretiyle bulunan değere eşit olması beklenir. Bu durumda etkinliği kabul edilmiş bir piyasada o anki fiyatlardan yola çıkarak firma değerinin de aynı olduğu çıkarımı yapılabilir. Rasyonel oyuncuların rol aldığı bir piyasada anlık fiyatları bütün mevcut bilgilerin oluşturduğundan hareket edersek, buna göre oluşan fiyatlar da eğer firma değerini yansıtıyorsa bu piyasada aşırı derecede yüksek kazanç elde edilemeyebilir. Bu durum aynı zamanda Fama tarafından “*Dürüst Oyun (fair game)*” olarak tanımlanmıştır (Fama, 1970: 384-386).

Değiniilmesi gereken önemli bir nokta da, EPH'nin varsayımlarında öngördüğü şekilde bir piyasanın oluşmasının aynı zamanda yasal düzenlemelerle kontrol altında tutulması ve gelişmiş bir yapıda olmasının gerektiğidir. Bu sayede bilgiyi kötüye kullanma, yönlendirme ve manüplasyonun önüne geçilecektir. Aksi takdirde yatırımcının güven olgusu zedelenecek ve oyuncuların oyuna katılımı sekteye uğrayacaktır.

EPH'nin geleneksel finans teorileri için temel teşkil ettiğii ortadadır. Fakat zamanla gerek varsayımlar ve gerekse finansal piyasalardaki uygulanma zorlukları neticesinde sorgulanan EPH birçok durumu açıklamakta yetersiz kalmaya başlamıştır. Bu bilgiler ışığında günümüzde ekonomi çevrelerinde insan davranışlarının, psikolojik, bilişsel ve sosyal faktörlerin insanların kararları üzerinde etkisi olduğu kanısı oluşmuştur. Bu noktada, insan ve karar verme tutumunun önem kazanmasıyla beraber Geleneksel Finans Teorilerinin yerini Davranışsal Finans olgusuna bırakmakta olduğunun altını çizmekte fayda vardır.

1.4.1. Etkin Piyasalar Hipotezinin Etkinlik Formları

Fama, bilginin piyasalara ulaşma seviyesine göre piyasaları etkinlik bakımından 3 tür gruba ayırmıştır. Bunlar zayıf etkinlik formu (weak form), yarı güçlü etkinlik formu (semi-strong form) ve güçlü etkinlik formudur (strong form) (Fama, 1970: 389-416).

1.4.1.1. Zayıf Etkinlik Formu

Fama, bu etkinlik türü ile geçmişte oluşmuş fiyat hareketlerinin gözlenmesiyle gelecek dönemde oluşması beklenen fiyat hareketlerinin kestirilemeyeceğini varsaymaktadır. Bu düşüncenin temelinde geçmiş verilerin herkese açık olmasından hareketle isteyen her yatırımcının bu verilere kolayca ulaşacağı ve bu sebeple yatırımcının normalin üstünde getiri sağlayamayacağı vardır. Ancak beklenmeyen ve sürpriz sayılabilecek bir bilginin piyasaya girişi fiyatları değiştirebilecektir. Bunu önceden bilmek ise mümkün değildir. Böylelikle oluşacak fiyat hareketleri tamamen tesadüfi olacaktır. Bu etkinlik türü Rassal Yürüyüş (random walk) olarak bilinir (Fama, 1970: 386).

Zayıf formda etkinlik; finansal varlığın fiyatına finansal varlığa ait geçmişteki tüm bilgilerin yansımış olduğu halidir (Sarıkamış, 2000: 144). Zayıf etkinlik formunda; menkul kıymetlere ait geçmiş veriler ve bu veriler ışığında oluşturulan grafikler kullanarak yapılan teknik analiz geçerli olmaktan uzak kabul edilmektedir. Bununla beraber zaman serileri ve diğer analizlerin zayıf etkinlik formunda hiç bir faydası yoktur (Karan, 2001: 269). Standart bilgilere mevcut yatırımcıların kolayca ulaşılabilir olması, örneğin finansal araçların belli takvimsel dönemlerde yükselişe geçtiği çıkarımını tüm yatırımcılar açısından eşit düzeyde ulaşılabilir yapmaktadır.

1.4.1.2. Yarı Güçlü Etkinlik Formu

Yarı güçlü formda etkin piyasalar, finansal varlık ile ilgili olarak sadece geçmişteki bilgilerin değil, aynı zamanda kamuya verilmiş mevcut tüm bilgilerin finansal varlıkların fiyatlarına yansıdığı piyasalardır (Yörük, 2000: 8). Bu yüzden yatırımcıların, yatırım yapılacak şirkete ait gerek menkul kıymetlere ait bilgilere gerekse diğer finansal araçlara ait geçmiş dönem bilgilerine, ilgili endüstri ve firmanın ekonomik verileri, şirkete ait finansal araçların geçmiş dönem seyri, firmaların mali tabloları gibi diğer tüm bilgilere zahmetsiz ve maliyetsiz ulaşabiliyor olmaları gerekmektedir. Yani, bu formda geçmiş fiyat hareketleri ile beraber halka açık bilgiler de yer almaktadır, piyasalar ise bu bilgilere karşı hassastır. Yarı güçlü

formda kamuya açılmış tüm bilgiler finansal varlığın mevcut fiyatında yer almaktadır (Atan v.d., 2009: 35).

Bilginin piyasaya geç ulaşması durumunda varlık fiyatlarında keskin değişiklikler olmaz, fiyatın dengeye gelmesi zaman alabilir. Yarı güçlü formda etkinlik türü bu haliyle zayıf formdaki etkinlik türüyle benzerlik gösterir, hatta yarı formdaki etkinlik türü zayıf etkinlik türünü kapsıyor denebilir. Yarı güçlü etkinlik formunda temel ve teknik analiz kullanılarak normalin üzerinde bir kazanç sağlanamaz (Bildik, 2000: 7).

1.4.1.3. Güçlü Etkinlik Formu

Güçlü etkinlik formunun diğer iki etkinliğe göre farkı, şirket içi bilgilerin de finansal varlık fiyatına yansiyarak finansal varlığın piyasa fiyatını oluşturduğudur. Bu sebeple hiçbir yatırımcı bir diğer yatırımcıdan daha fazla kazanç sağlamasına yol açacak bilgiye sahip değildir. Bilgiler her yatırımcı için eşit uzaklıktadır (Atan v.d., 2009: 36). Güçlü formda etkinliğe getirilen en temel eleştiri de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Şirket içinde çalışanlar, firma ortakları ve finansal varlığın alınıp satılmasına aracılık eden kuruluşlar ve personelleri bazı bilgileri önceden bilebilir. Böyle bir durumda içeriden sağlanacak bilgi söz konusu kişilerin dengeyi bozmasına ve kendilerine kazanç sağlamasına neden olabilir. Kısacası; piyasa etkinlikten uzaklaşabilir. Dolayısıyla; bu durumda finansal varlığın piyasada oluşmuş fiyatı varlığın gerçek değerini yansıtmaktan uzak olacaktır. Güçlü formda etkinliği test edebilmek için içeriden bilgi akışı sağlayanların performansının analiz edilmesi gerektiğinden halka açık bilgilere ulaşmada yaşanacak zorluklar analiz yapılmasını mümkün kılmamaktadır (Karan, 2001: 275).

2. DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI

Davranışsal Finans Yaklaşımı insanların finansal karar verme süreçlerin psikolojik, duygusal ve sosyal bir çok faktörün etkili olduğunu ileri süren ve yatırımcıların her zaman rasyonel kararlar almayıp bu faktörlerin etkisinde kaldıklarını ileri süren ve ampirik bilgilerle bu durumu doğrulayan bir disiplindir. Bu

tür irrasyonel yatırımcı davranışları sonucunda anomali olarak adlandırılan ve piyasaları geleneksel teorilerin kabul ettiği düzlemde ve etkinlikten uzaklaştıran finansal durumlar ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda Davranışsal Finans Yaklaşımı, insan davranışlarını inceleyen psikoloji, sosyoloji gibi bilimlerle ortak çalışma alanı geliştiren interdisipliner bir özellik taşımakla beraber, bilginin hızla yayıldığı, teknolojinin giderek geliştiği finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmeleri anlamlandırmada büyük önem arz etmektedir. İnsanlar geleneksel finans kuramlarında öngörüldüğü şekilde rasyonel değillerse, rasyonellik kavramı kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışsal finansın konusunu oluşturmaktadır (Ede, 2007: 13).

2.1.DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

Davranışsal Finans kavramını özümsemek için mevcut teorilerin gelişimine ve yeterliliğine kısaca bakmak faydalı olacaktır. Bilindiği gibi Geleneksel Finans Teorileri'nin insanı rasyonel bir varlık olarak ele alıp insanın tutum ve davranışlarını önceden tahmin edilebilir kabul etmesi iktisadi birçok modele temel teşkil etmiştir. Bu bağlamda geliştirilen geleneksel modellerin insan davranışlarını ve yatırım kararlarını ne ölçüde temsil ettiği konusu da finans alanında çalışanlarca uzun yıllardır tartışılmıştır. Öyle ki finansal piyasalarda aktif olan oyuncular birer bireydir ve aynı anda rasyonel hareket etmeleri her zaman için mümkün olmamaktadır. Her birey ayrı davranış kalıplarında kendine has tutumlara sahiptir. Biyolojik bir varlık olan insan ve onun istekleri birbirinden farklılık göstermekte, ayrıca durumları algılaması ve olaylar karşısında verdiği reaksiyon da farklı olmaktadır. Farklı beklentilere sahip olan ve bu sebeple farklı tutumlar içerisine giren bireyler doğal olarak hata yapmaktadırlar. İnsan psikolojisi çoğu zaman sabit bir düzlemde hareket etmemekte ve rasyonalize edilemeyecek derecede farklılık gösterebilmektedir. Örneğin; Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologların, insanların karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları birçok çalışmada, rasyonellikten sistematik sapmaların olduğu sonucuna ulaşılmıştır (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 1-3).

Her insan birbirinden farklı karar alma mekanizmalarına sahiptir. Bu mekanizmalar psikolojik faktörlerle oluşabilmekte ve ayrıca bilgi eksikliğinden kaynaklanan yanılsamaları kapsayabilmektedir. Bireyin kendine has özellikleri barındıran davranış ve tutumları dışında, sosyal bir varlık olan insanın çevresi ve etkileşimde bulunduğu gruplar da insanların karar verme süreçlerinde etkili olmaktadır. Neticede; insan için bir zaman diliminde çok değerli olan bir nesne bir başka zamanda ve bir başka yerde aynı öneme sahip olmayabilir. Değişik zamanda değişik yerlerde, değişik şekilde ve düzeyde ortaya çıkan karar alma süreçlerinin bu noktada insanların ruhsal durumuna, çevre şartlarına, etkileşimde bulunduğu gruplara, edindiği bilgilere ve beklenti düzeyine göre değiştiğini söylemek pek yanlış olmayacaktır.

Mevcut finans teorilerinde, bireyler devamlı olarak kendi ekonomik menfaatleri doğrultusunda hareket eden rasyonel varlıklar olarak kabul edilmektedir. Buna göre; insanların kendi hatalarını sistematik olarak tekrar etmekten kaçınacağı varsayılmaktadır (Vaknin, 2002: 1). Yani; yatırımcıların karar alma aşamasında etkili olan insana özgü psikolojik ve buluşsal faktörler dikkate alınmamaktadır. Son yıllarda önem kazanan bu konu özellikle finans alanında çalışanları yatırımcı davranışlarını irdelemeye yöneltmiş ve ortaya çıkan sonuçlar günümüzde Davranışsal Finans adında yeni bir yaklaşımın ortaya çıkmasını ve kabul görmesini sağlamıştır. Bir başka deyişle; piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınarak ya da karar alma süreçlerine psikolojik faktörlerin de eklenmesiyle Davranışsal Finans ortaya çıkmıştır (Tufan, 2006). Anomaliler ve fiyat dalgalanmalarına anlamlı argümanlar ortaya koyamayan mevcut finans teorileri yerini Davranışsal Finansa bırakmaya başlamıştır.

“Ekonomi ve finansın yeni bir dalı olarak davranışsal finans; özellikle sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin yardımıyla beklenen fayda teorisi ve dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının öngörülerini ile çelişen gözlemlerin keşfedilmesi ve açıklanmasıyla ilgilenir (Ede, 2007: 13).”

Önceki bölümde değinildiği üzere Geleneksel Finans Modelleri belirsizlik içeren durumlarda BFT ve EPH’nden yararlanmış, insanların karar verme süreçlerinde katlanacakları zorluklar ve elde edecekleri getiriye edinecekleri bilgiler ışığında kestirebildiklerinden yola çıkmışlardır. Davranışsal Finans Teorisi ise

rasyonel olmayan yatırımcı davranışlarının sistematik olabileceği ve süreklilik arz edebileceği üzerinde durmaktadır. Bununla beraber; EPH’nde irrasyonel yatırımcı davranışlarının piyasada yaratacağı fiyat dalgalanmaları arbitrajcılar vasıtasıyla dengelenebilmekteyken Davranışsal Finans arbitrajcılarının hareket kabiliyetinin sınırlı olduğunu ileri sürmektedir.

2.2. DAVRANIŞSAL FİNANSIN ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Davranışsal Finans kavramının tarihi gelişimine bakıldığında; bu alandaki çalışmaların son 30 yılda gerçekleştirildiği görülse de, bazı kaynaklar Adam Smith’in 1759’da yazdığı “*Ahlaki Duygular Kuramı*” adlı kitabında davranışsal finansın sınırları içerisinde yer alan bazı konulardan kısmen de olsa bahsettiğine değinmektedir. MacKay’in 1841’de yayımlanan “*Sıradışı Popüler Oyunlar ve Kalabalık Çılgınlığı (Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds)*” adlı kitabında ise, çeşitli paniklerin ve entrikaların kronolojik zamanlamasından bahsedilirken aynı zamanda ticari hileler ve kitle davranışlarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri anlatılmaktadır (Ertan, 2007: 20).

Le Bon, 1896’da yaptığı “*Kalabalık: Bir Popüler Düşünce Çalışması (The Crowd: A Study of the Popular Mind)*” adlı araştırmasında; sosyoloji, tarih, psikoloji gibi bilimlerin kalabalıklar üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu incelemiş, sonucunda bugün davranışsal finansın bileşenlerinden olan “sürü psikolojisi”nin bulgularına ulaşmıştır. Selden’in 1912’de yayımlanan “*Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi (Psychology of the Stock Market)*” adlı kitabı, psikoloji disiplinini direkt olarak hisse senedi piyasalarına uyarlayan ilk çalışmadır (Ertan, 2007: 20). Selden’in bu eseri ile yatırım psikolojisi ve finans psikolojisi gibi günümüzde sıkça kullanılan finansal terimler literatüre girmiştir. Bununla beraber Fisher, Keynes gibi iktisatçıların 20. yy başlarında davranışsal finansla ilintili sayılabilecek çalışmalar yaptığı ileri sürülmüştür (Ateş, 2007: 47).

Neoklasik İktisat Teorisi’nde Homo Economicus olarak ifade edilen ve insanın kendi ekonomik faydasını maksimize edecek şekilde kararlar aldığını kabul eden “iktisadi insan” varsayımı, ekonomi ve finans dünyasındaki çalışmaları uzun bir

süre yönlendirmiştir. Kahneman'ın öncülük ettiği çalışmalara kadar, insan davranışlarıyla ilgili çalışmaların ekonomi alanında sınırlılık içerdiği ve psikoloji biliminin bu çalışmaların bulgularıyla daha ilgili olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin; 1950'li yıllarda Allais (1953) ve Simon (1956) birbirinden bağımsız olarak belirsizlik altında bilgi kullanımı, karar verme sürecinde davranışsal ve psikolojik faktörleri irdelemeye yönelik araştırmalar yapmışlardır.

Etkin Piyasalar Hipotezinin eleştiriler almaya başlamasıyla birlikte bilim ve ekonomi çevrelerinde insan faktörünü daha çok anlamaya çalışan araştırmalara ağırlık verilmeye başlanmıştır. 1970'li yıllarda insan davranışları, sezgileri ve karar alma süreçleri hakkında Kahneman'ın başlattığı çalışmalar, aynı zamanda finans ve ekonomi çevrelerinde yeni arayışlar içerisinde olan araştırmacıların ilgisini çekmiştir. Bu süreçte Davranışsal Finans'ın ortaya çıkmasına öncülük eden Kahneman'ın gerçekleştirdiği çalışmalar bir bakıma iktisat ile psikoloji bilimi arasında köprü vazifesi görmüştür. Bu çalışmalarla elde edilen bulgular, yatırımcının finansal yatırımlarda Geleneksel Finans Teorilerinin olasılık içeren hesaplamaları yerine psikolojik sezgilerin, buluşsal faktörlerin veya psikolojik faktörlerin etkin rol oynadığını ortaya koymuştur (Barak, 2006: 3). Yine bu araştırmalarla beraber insanların yatırım kararlarında rasyonel davranışlar içerisinde olmadıkları gözlenmiştir.

Bilişsel psikoloji ve bunun finansal etkilerine yönelik araştırmalar ise, Kahneman'ın birçok araştırmacı ile beraber yürüttüğü faaliyetlerinin dikkat çekmesiyle olmuştur. Kahneman, Tversky ile 1974'te gerçekleştirdiği "*Belirsizlik Altında Karar Verme: Sezgisel Yollar ve Önyargılar (Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases)*" isimli çalışmasında; insanların belirsizlik içeren durumları değerlendirirken olasılıkları ve belirsizlik miktarını nasıl algıladıklarını belirlemeye yönelik varsayımlar geliştirmiştir.

Davranışsal Finans alanında önemli sayılan kilometre taşlarından biri, hatta en önemlisi; Kahneman ve Tversky'nin 1979'da gerçekleştirdikleri ve o dönemin en itibarlı ekonomi dergilerinden *Econometrica*'da yayınlanan "*Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi (Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk)*" isimli çalışmalarıdır. Bu çalışmayla beraber Kahneman ve Tversky, Davranışsal Finans'a öncü kabul edilen "Beklenti Teorisi"ni ortaya koymuşlardır

(Kahneman ve Tversky, 1979). Beklenti Teorisi, Geleneksel Finans Teorileri'ne temel teşkil eden Beklenen Fayda Teorisi'nden birçok konuda farklılık göstermektedir. Bunlardan en öne çıkanı; risk faktörünün yatırımcılarca 'beklenen risk' formundan çıkıp 'algılanan risk' haline gelmesidir. Bu sebeple yatırımcılar riski azaltma adına portföy çeşitlendirmesine gitmek istemelerine rağmen birtakım psikolojik kaygılarla bunu gerçekleştirememekte, ayrıca ellerindeki finansal varlıklara birtakım duygusal anlamlar yüklemektedirler. Bu teoriye bir sonraki bölümde detaylı olarak değinileceğinden bu bölüm içinde sadece önemine vurgu yapmanın yeterli olacağı düşünülmektedir.

Shefrin ve Statman ise 1994 yılında gerçekleştirdikleri "Davranışsal Portföy Teorisi (Behavioral Portfolio Theory)" isimli çalışmalarında; menkul kıymet borsalarında işlem gören ve yatırımcılar tarafından "iyi işletme" olarak tanımlanan şirketlerin hisse senetlerinin de "iyi" olduğuna dair oluşan inanç faktörüne yönelik bilişsel önyargıları ortaya koymuşlardır.

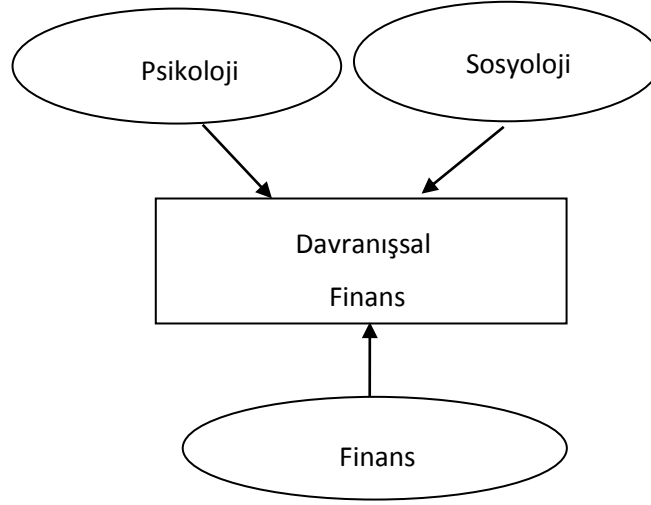
Kahneman insan davranışları, karar verme süreci ve beklentileri üzerine öncülük ettiği çalışmalar neticesinde 2002'de ekonomi alanında Nobel Ödülü'ne layık görülmüştür. Günümüzde bu ödülün Davranışsal Finans'ın bilim çevrelerinde ve akademide kabul edilmesi anlamına geldiğini düşünenlerin sayısı az değildir. Bu doğrultuda Kahneman ve Tversky'nin çalışmalarıyla beraber finansal piyasalarda ortaya çıkan ve mevcut finans teorileriyle açıklanamayan durumları (anomaliler) açıklamak üzere yapılan akademik çalışmaların 1990'dan itibaren hızla arttığı gözlemlenmektedir.

2.3. FİNANSIN DAVRANIŞ BİLİMLERİ İLE İLİŞKİSİ

Davranışsal Finans'ın daha iyi anlaşılabilmesi için ortak çalışma alanında yer alan diğer bilimler hakkında bilgi sahibi olunması faydalı olacaktır. Davranışsal Finans; bu anlamda birey davranışları üzerinde çalışan psikoloji bilimi ve toplum bilimi ile ilgilenen sosyoloji bilimiyle ortak bir zeminde yer almaktadır.

Ricciardi ve Simon; davranışsal finansla diğer disiplinler arasındaki ilişkiyi şu şekil yardımıyla açıklamıştır (Ricciardi ve Simon, 2000: 2):

Şekil 1. Davranışsal Finans ve İlişkili Olduğu Davranış Bilimleri



Psikoloji; genellikle insan davranışlarının ve zihinsel süreçlerinin bilimsel olarak incelenmesi biçiminde tanımlanmaktadır. Psikolojinin konusu; hareketler, konuşma, psikolojik değişiklikler gibi gözlemlenebilir davranışsal süreçleri ve düşüncelerle rüyalar gibi süreçleri içermektedir (Atkinson, Atkinson ve Hilgard, 1995: 16). Mayer ise benzer şekilde psikolojiyi; “insan davranışını anlamak amacıyla, insana özgü zihinsel süreçlerin ve bellek yapılarının bilimsel analizi” şeklinde tanımlamıştır (Mayer, 1981).

Psikolojiyi sadece insan davranışlarının gözlenebilir sonuçlarını değil, aynı zamanda doğrudan gözlenemeyen, tutum ve içsel verilerin dışa vurumundan çözümlenmesi gereken düşünsel süreçleri anlamaya yönelik çalışmalar bütünü olarak nitelendirmek mümkündür. Arısoy bu bağlamda psikolojiyi; insanların olaylar karşısında sergiledikleri davranışların incelenmesini, bu davranışları anlamak amacıyla insanların zihinsel süreçlerinin ve bellek yapılarının analiz edilmesini içeren bir bilim dalı olarak açıklamıştır (Ertan, 2007: 22). Bu durumda psikoloji için; insanların gözlenebilen davranışlarını ve bu davranışların çevredeki dış olaylarla insan organizmasının içinde geçen ve gözlenemeyen fiziki ve zihni süreçlerle olan ilişkisini inceleyen bir bilim dalı demek mümkündür (Baymur, 1973: 1).

Bu tanımlar ışığında psikolojinin insan davranışlarını anlama ve açıklamaya çalışan bir alan olduğu ortaya çıkmaktadır. Ancak; insan için öğrenme, algılama gibi bazı alanlarda önceden tahminlerde bulunmak kolay olsa da kişilik, ruh sağlığı gibi

alanlarda insan için aynı tutarlılıkta tahminler beklemek mümkün olmamaktadır. Çünkü insan davranışlarının karmaşıklığı nedeniyle, bazı davranışlar önceden tahmin edilemeyen pek çok faktörün etkisinde kalabilir. Bu faktörleri ve etki oranlarını bilmek her zaman için mümkün olmamaktadır (Aytaç, 2000: 2-3).

Bununla beraber insan sosyal bir varlıktır. Sosyoloji de insanla ilgili bir bilimdir fakat tek bir insan sosyolojinin ilgi alanına girmemektedir, sosyoloji insan topluluklarıyla ilgilenmektedir. Sosyoloji; en az iki kişinin karşılıklı kalıplaşmış, tipleşmiş ve modelleşmiş davranışlarıdır (Arslantürk ve Amman, 2011: 1).

Sosyal bir varlık olmasından hareketle insan, diğer canlılarla ortak bir fiziki ve sosyal çevrede beraber yaşamak zorundadır. Bu ortak yaşam insanın diğer insanlarla etkileşimini ve çoğu zaman ortak davranış kalıplarını kullanmasını beraberinde getirmektedir. Öyleyse sosyoloji; toplum içinde farklı kesimlerde görülen sosyal olayları, sosyal kurumları, sosyal ilişkileri, sosyal yapı özelliklerini, bu yapıda ortaya çıkabilecek değişme eğilimlerini ve insanların bu yapıdaki etkileşimlerini inceleyen bir bilim dalıdır (Erkal, 1993: 15)

Davranışsal Finans daha önce belirtildiği üzere yatırımcı davranışları, psikolojisi ve yatırımcıların birbirlerinden etkileşimlerini inceleyen iktisadi bir alandır. Bu aşamada davranışsal finansa dair yapılabilecek birkaç tanım davranışsal finansın, psikoloji ve sosyoloji ile bulunduğu etkileşim konusunda açıklayıcı olacaktır.

İnsanlar, zaman zaman optimal kararlar vermekten sapmaktadırlar. Bu sapmalar genellikle sistematik bir şekilde meydana gelmektedir. Davranışsal Finans Yaklaşımı, geleneksel finans teorileri ilgili olarak yapılmış olan varsayımları esneterek, insanların gözlemlenen sistematik sapmalarını açıklamaya çalışır (Barber ve Odean, 1999: 41).

Davranışsal Finans, insanın davranış sınırlamalarının ve karışıklığının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini araştıran psikoloji ve ekonomiyi birleştiren bir ekonomi dalıdır (Mullainathan ve Thaler, 2000: 1)

Davranışsal Finans, yatırımcıların karar verme sürecinde yaptıkları sistematik (zihinsel) hataları açıklamaya çalışan bir alandır (Fuller, 2000: 3).

Davranışsal Finans, geleneksel finans sınırlarına, psikoloji ve sosyoloji gibi bilimleri dahil ederek genişletilmesidir. Davranışsal Finans ayrıca finansal piyasalar

hakkında bu güne kadar sahip olduğumuz bilgileri derinleştirmesi itibariyle bilim dünyasına katkı sağlamaktadır (Shiller, 2003: 102)

Ekonomi ve finansın yeni bir dalı olarak Davranışsal Finans, özellikle sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin yardımıyla beklenen fayda teorisi ve dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının öngörülleri ile çelişen gözlemlerin keşfedilmesi ve açıklanmasıyla ilgilenir (Ede, 2007: 13).

Psikoloji ve sosyoloji alanında uzun yıllardır insan davranışları ve karar alma süreçleri, insan gruplarının insan üzerindeki etkileşimleri üzerine çalışmalar yapan araştırmacılar insanların optimal düşünceden ve karar vermeden ne ölçüde saptıklarını araştırmalarında ortaya koymuşlardır. Son yıllarda önem kazanan davranışsal finans alanında çalışan araştırmacılar ise; bu çalışmaların iktisadi etkilerini ortaya koymayı ve yol açtığı finansal sonuçlar üzerine anlamlı bulguları ortaya koymak ve sistematikler geliştirmek üzerine yoğunlaşmışlardır.

2.4. FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER

Türk Dil Kurumu sözlüğünde (TDK, 2011) ‘aykırılık, sapaklık’ olarak açıklanan anomali terimi, finans literatürüne hisse senedi getirilerinde belirli dönemlerde meydana gelen anormallikleri açıklamak üzere girmiştir. Kısaca fiyatlarda belirli bir yönde meydana gelen ve rasyonel olmayan yinelenen hareketler olarak tanımlanabilecek anomalileri Thaler ve Russell; “teori ile örtüşmeyen gözlemler veya gerçekleşmiş olaylar” olarak ifade etmişlerdir (Otluoğlu, 2009: 8).

Barak ve Demireli gerçekleştirdikleri çalışmada anomaliyi; teori ile uyuşmayan bir gözlem veya olağan dışı bir davranış olarak tanımlamış, ayrıca ampirik bulguların teorik çerçevede ifade edilmesinin güç olduğu veya bu ampirik bulguların açıklanması için makul olmayan varsayımların gerektiği durumlar olarak ifade etmişlerdir (Barak ve Demireli, 2006: 2).

Özmen’e göre anomali; genel kabul görmüş esas ve ilkelere uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimi, bir paradokstur (Özmen, 1997: 11).

Bir başka ifadeyle anomaliler, EPH ve FVFM’nin ampirik geçerliliğine dair yapılan çalışmalardan elde edilmiş fakat sözkonusu modeller ile ters düşen bulguları işaret etmektedir (Frankfurter ve McGoun, 2001: 407-409). EPH, bilindiği gibi hiçbir yatırımcının normalin üstünde getiri sağlayamayacağını öne sürmektedir. Fakat

literatürde EPH'nin bu varsayımıyla bağdaşmayan ampirik bulgulara rastlanılmıştır (Ateş, 2007). EPH'ne aykırılık ifade eden bulgular anomali olarak adlandırılmaktadır. Anomaliler üzerine yapılan çalışmalarda bir çok farklı anomali türü ortaya konulmuştur. Bu çalışmada ise anomaliler; takvimsel anomaliler ve fiyat anomalileri olmak üzere iki grupta ele alınacaktır.

Takvimsel anomaliler, menkul kıymet getirilerinde belirli bir dönem öncesi ya da sonrası zaman esaslı sapmaları açıklamaktadır. Alagidede ve Panagiotidis yaptıkları çalışmada takvimsel anomalileri; finansal varlıkların getirisinde yaşanan sapmaların sistematik bir biçimde belirli gün, hafta ya da yıllarda yaşanması olarak ifade etmişlerdir (Alagidede ve Panagiotidis, 2006).

Fiyat anomalileri; etkin piyasa formundan sapma halini ifade eden, aşırı reaksiyon ya da eksik - yetersiz reaksiyondan meydana gelen durumları açıklayan anomalilerdir. Aşırı reaksiyon veya eksik-yetersiz reaksiyon anomalileri, yatırımcıların piyasaya gelen ve birbirini takip eden iyi – kötü bilgilere karşı gösterdikleri ilgi sonucunda oluşmaktadır (Barberis vd., 1998: 307).

2.4.1. Takvimsel Anomaliler

Takvimsel anomaliler meydana geldikleri dönem itibarıyla diğer olağan zamanlara göre farklılık gösteren, belirli gün, ay veya tatil günü gibi zaman dilimleriyle alakalı olduğu gözlenen anomalilerdir. Çalışmada takvimsel anomaliler; günlere ilişkin anomaliler, aylara ilişkin anomaliler ve tatil günlerine ilişkin anomaliler olmak üzere 3 başlık altında incelenecektir.

2.4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Araştırmacıların en fazla çalışma yaptığı takvimsel anomali türlerinden biri günlere ilişkin anomalidir. Gün içi ve haftanın günü anomalileri günlere ilişkin anomaliler kapsamında ele alınabilir. Bununla beraber finans literatüründe haftanın günü anomalilerine ilişkin daha çok çalışma yapıldığı gözlemlenmektedir. Günlere ilişkin anomali, haftanın tüm günlerinin diğer günlere göre aynı getiriye sağlamadığı ve hafta içi günleri arasında getiri farkları olduğunu bilimsel olarak ortaya

koymaktadır. Bu bağlamda yapılan çalışmalar içerisinde özellikle Pazartesi gününün diğer günlerden dikkat çekici biçimde ayrıldığı gözlenmiştir.

Günlere ilişkin anomalileri ölçmek adına bilinen ilk ampirik çalışma Fields tarafından gerçekleştirilmiştir. Fields sözkonusu çalışmasıyla, hafta sonu yaklaştıkça yatırımcıların tercihlerini risksiz finansal varlıklara çevirme eğiliminde olacağını ve bu sebeple hafta sonu fiyatların düşeceğini ileri sürmüştür. Sonuç olarak hafta sonları fiyatların yükselme trendine girdiği ve getirilerin arttığı ortaya çıkmıştır (Ede, 2007: 56).

Osborne, Standard & Poors (SP) tarafından Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin en büyük 500 şirketi gözönünde bulundurularak hazırlanan endekste yer alan şirketlerin menkul kıymetleri üzerine gerçekleştirdiği çalışmasında, Pazartesi elde edilen menkul kıymet getirilerinin Cuma günü elde edilen menkul kıymet getirilerine oranla daha az olduğu sonucuna ulaşmıştır (Osborne, 1962: 345-379).

French, 1980'de S&P endeksini baz alarak yaptığı çalışmasında Pazartesi getirilerinin negatif, Çarşamba ve Cuma getirilerinin ise pozitif ve en yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır (French, 1980: 67-69). French ayrıca bu çalışmasıyla Pazartesilere ilişkin ortaya çıkan negatifliğin sadece normal Pazartesilerde mi yoksa resmi tatil dönüşü Pazartesilerde aynı şekilde tekerrür edip etmediğini araştırmış ve tatil sonrası Pazartesilerin normal Pazartesilerden daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur (French, 1980: 61-66).

Gibbons ve Hess ise 1981'de gerçekleştirdikleri çalışmada; S&P 500 ve CRSP (NYSE/AMEX ve NASDAQ hisselerini içeren piyasa değeri ağırlıklandırılmış endeks) bazında, haftanın günleri açısından en az ortalama getirinin Pazartesi, en yüksek ortalama getirinin ise Çarşamba ve Cuma günleri olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Gibbons ve Hess, 1981: 579-596).

Jaffe ve Westerfield ise; Avustralya, Japonya, Kanada ve İngiltere borsalarında yaptıkları çalışmada haftanın günleri anomalilerini incelemişlerdir. Bu araştırma sonunda İngiltere ve Kanada borsalarında en düşük getiri Pazartesi günü gerçekleşirken, Avustralya ve Japonya borsalarında işlem gören menkul kıymetlere ait en düşük getirilerin Salı günleri gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır (Jaffe ve Westerveld, 1985: 433).

Aggarwal ve Rivoli, A.B.D., Filipinler, Hong Kong ve Singapur borsaları üzerine yaptıkları çalışmayla hisse senedi getirilerinin Pazartesi ve Salı günleri ortalama getirinin altında kaldığını, Cuma günü ise en yüksek getiriye ulaştığı bulgusunu ortaya koymuşlardır (Barak, 2006: 129).

Balaban, Türkiye’de İMKB’de işlem gören menkul kıymetler üzerine gerçekleştirdiği çalışmada; haftanın diğer günlerine oranla Cuma günleri istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gözlemlemiştir (Balaban, 1995). Özmen yine İMKB üzerine gerçekleştirdiği çalışmada Cuma günleri en yüksek getirinin sağlandığı sonucuna ulaşarak haftanın günleri arasında getiri olarak farklılığın olduğunu ortaya koymuştur (Özmen, 1997). Atakan ise, İMKB 100 endeksi kapsamında yaptığı çalışmayla; ortalama olarak en yüksek getirinin Cuma günleri, en düşük getirinin ise Pazartesi günleri elde edildiği sonucuna ulaşmıştır (Atakan, 2008: 109). Buna sebep olarak da, şirketlerin iyi haberleri hafta içi, kötü sayılabilecek haberleri ise panik satışları önlemek için Cuma seansından sonra veya hafta sonu açıklamayı tercih ettiklerini öne sürmüştür (Atakan, 2008).

Bu çalışmalar dışında İMKB’de günlere ilişkin anomalilere saptamaya yönelik yapılan başlıca çalışmalar Aydoğan (1994), Karan (1994), Balaban (1994), Bildik (2000), Demirer ve Karan (2001), Karan ve Uygur (2001) tarafından gerçekleştirilmiş olup, sonuç olarak Pazartesi ve Salı günlerine ait getirilerin negatif olduğu, Cuma günü ise haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu ortaya konulmuştur. Bu bulgular günlere ilişkin anomalilerin İMKB’de geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.

Günlere ilişkin bir diğer anomali gün içi anomalisidir. Gün içi anomalisi, finansal varlıkların günün herhangi bir saatinde, herhangi bir zaman aralığındaki getirisinin aynı gün içindeki bir başka zaman dilimine göre getirisinin karşılaştırılması üzerine yapılan araştırmaları kapsamaktadır. Bu çalışmalarla beraber ayrıca finansal varlıkların gün içinde izlediği eğilim takip edilebilmektedir.

Wood, McInish ve Ord gün içi anomalilerine yönelik gerçekleştirdikleri çalışmayla, NYSE’de işlem gören menkul kıymetlerin gün içi eğilimlerini iki bölüm halinde incelemişler, her iki bölüm dahilinde seansın ilk 30 dakikası ile son 1-5 dakikasında elde edilen getirilerin toplam getirinin büyük kısmını oluşturduğunu ortaya koymuşlardır (Wood vd., 1985: 738)

Harris ise yine NYSE’de gerçekleştirdiği ve bir işlem gününü 15’er dakikalık seanslar halinde bölümlediği çalışmasında, haftanın ilk işlem günü Pazartesi ve diğer hafta içi işlem günlerinin ilk 45 dakikalık dilimlerdeki getiriler arasında anlamlı bulgular olduğunu ortaya koymuştur. Harris yine aynı çalışmasında Pazartesi ilk üç 15 dakikalık periyotta anormal şekilde bir düşüş gözlemlemiş, diğer hafta içi günlerde kapanışa yakın dikkat çekici bir yükselme gözlemlemiştir (Harris, 1986: 99-117).

Chang, Chen, Chou ve Lin, NYSE’de yapmış oldukları araştırmada seansın ilk 15 dakikalık dilimde yatırımcıların negatif bir getiri elde ettiğini ortaya koymuşlardır (Chang vd., 2008: 1765).

Özmen ise İMKB’de işlem gören hisse senetleri üzerinde gerçekleştirdiği çalışmada, gün içi anomalisinin negatif olarak Pazartesi gününün ikinci seansında meydana geldiğini ortaya koymuştur (Özmen, 1997).

2.4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Menkul kıymet getirilerinin aylara göre değişiklik içerip içermediği, herhangi bir ayda elde edilen getiriyle diğer aylar elde edilen getirinin yakınlığı aylara ilişkin anomaliler kapsamında incelenmektedir. Bu bağlamda bir aya ait herhangi bir zaman dilimine ait getiriler, ayın ilk haftası veya son haftasına ilişkin getiriler, ayın başlarıyla ay sonuna ait getiriler, ayın ilk ve ikinci dönemi arasındaki getiriler aylara ilişkin anomalilerin çalışma alanında yer almaktadır. Bu çalışmada Ocak ayı anomalisi detaylıca ele alınacaktır.

Aylara ilişkin anomaliler kapsamında en çok incelenen anomali Ocak ayı anomalisidir. Bununla birlikte ay dönümü anomalisi, yıl dönümü anomalisi, ay içi anomalisi gibi türleri olmakla beraber finans alanında çalışan araştırmacılar daha çok Ocak ayı anomalisi üzerine yoğunlaşmışlardır.

Ocak ayı anomalisi, yılın diğer aylarıyla Ocak ayı arasında getiriler bakımından bir etkileşim ya da farklılık olup olmadığını açıklamaya çalışmaktadır. Literatürde yer alan çalışmalar Ocak ayı ile yılın diğer ayları arasında bu yönde anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda yapılan araştırma sonuçlarına göre, birçok ülke borsasında Ocak ayına ilişkin getirilerin nisbeten yılın diğer aylarına göre farklılık göstermekte olduğu dikkat çekmektedir.

Wachtel, 1942 yılında ABD’de gerçekleştirdiği çalışmasında Ocak ayında hisse senetleri getirilerinin daha yüksek olduğunu ve ayrıca bu getirilerin çoğunlukla piyasa değer düşük hisse senetleri üzerinde meydana geldiğini ortaya koymuştur (Wachtel, 1942: 191-193). Officer de Avustralya piyasasında yaptığı çalışmayla ocak ayında hisse senedi getirilerinin diğer aylara göre daha yüksek olduğunu saptamıştır (Officer, 1975).

Rozeff ve Kinney, NYSE’de 70 yıllık bir dönemi inceleyerek gerçekleştirdikleri çalışmada, Ocak ayına ilişkin getirilerin yılın diğer aylarına ait getirilere göre daha yüksek olduğunu gözlemlemişlerdir. Rozeff ve Kinney bu çalışmada Ocak ayına ilişkin ortalama getirinin %3,48 iken, diğer aylara ilişkin ortalama getirinin %0,42 olduğunu ortaya koymuşlardır (Rozeff ve Kinney, 1976: 379-402). Bu çalışmada dikkat çeken bir başka husus ise; yıllık getirilerin yaklaşık 2/3’ünün Ocak ayında gerçekleştiğinin saptanmasıdır (Rozeff ve Kinney, 1976: 402).

Branch ve Dyl, 1977’de ayrı ayrı gerçekleştirdikleri çalışmalarda Ocak ayına ilişkin hisse senedi getirilerinin diğer aylara ait getirilerden yüksek olduğunu ortaya koymakla beraber küçük şirketlerde bu getirinin nisbeten daha fazla olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Banz’da 1981’de yaptığı araştırmada Ocak ayı anomalisini doğrular nitelikte sonuçlar elde etmiştir.

Ocak ayı anomalisine ilişkin yapılan en dikkat çekici araştırmalardan biri Gültekin ve Gültekin (1983) tarafından gerçekleştirilmiştir. Gültekin ve Gültekin, 17 farklı ülke borsasında yaptıkları araştırma sonucunda bu ülkelerden 12’sinde Ocak ayı anomalisini doğrular nitelikte veriler ortaya çıkarmışlardır. Bu ülkeler Almanya, Avustralya, Belçika, Danimarka, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, Japonya, Kanada ve Norveç’tir (Gültekin ve Gültekin, 1983: 13). Çalışmada bu anomalinin kısmen vergi etkisiyle alakalı olabileceği vurgulanmakla beraber şirket büyüklüğü ile ilgili herhangi bir ilişkinin olmadığı ortaya konulmuştur. Gültekin ve Gültekin ayrıca bu araştırmalarında sözkonusu tüm ülkelerde pozitif getiri sağlayan tek ayın Ocak ayı olduğu bulgusuna ulaşmışlardır (Gültekin ve Gültekin, 1983).

Reinganum (1983), Keim (1983), Givoly ve Ovadia (1983) menkul kıymet piyasalarında işlem gören hisse senedi getirilerine göre gerçekleştirdikleri çalışmalarında ocak ayı anomalisinin varlığına yönelik güçlü ampirik çalışmalar gerçekleştirmişlerdir. Buna paralel olarak Berges, McConnel ve Schlarbaum ise

1984'te Montreal ve Toronto borsaları üzerine yaptıkları 30 yıllık bir veri setini kapsayan çalışmalarında Ocak ayı anomalisinin varlığına dair bulgular elde etmişlerdir.

Jaffe ve Westerfield (1985), Kato ve Schalleim (1985) Japonya borsasında, Van Den Bergh ve Wessels (1985) Amsterdam Borsası'nda gerçekleştirdikleri çalışmalarda, bu borsalarda Ocak ayı anomalilerini doğrular nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır.

Santesmases (1986) Madrid Borsası'nda sadece sınai sektörde faaliyet gösteren firmalara yönelik gerçekleştirdiği çalışmasında, bu sektöre ilişkin şirketlerin hisse senetlerinde en düşük getirilerin aralık ayında, en yüksek getirinin ise Ocak ayında gerçekleştiği bulgusuna ulaşmışlardır.

Cadsby, 1989'da NYSE'de gerçekleştirdiği ve 22 yıllık verileri kapsayan çalışmasında Ekim ayında sağlanan getirilerin diğer aylara göre dikkat çekecek biçimde negatif olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Aggarwal ve Rivoli, 1989'da Malezya, Hong Kong, Singapur ve Filipinler borsalarını kapsayan 12 yıllık verileri kapsayan bir araştırma yapmış ve Filipinler hariç diğer üç ülkede Ocak ayı anomalisini destekler nitelikte menkul kıymet getirilerinin diğer aylara ilişkin getirilere göre yüksek olduğu sonucunu çıkarmışlardır (Barak, 2006: 138).

Ho ise 1990'da yaptığı çalışmayla yine 12 yıllık bir veri seti kullanarak Hong Kong, Japonya, Yeni Zelanda, Singapur, Tayland, ABD, Avustralya, Kore, İngiltere, Tayvan, Malezya, Filipinler borsalarını incelemiş, söz konusu ülkelerden İngiltere, Singapur, ABD, Tayvan ve Malezya'da Ocak aylarında diğer aylara nisbeten daha yüksek bir getirinin sağlandığını tespit etmiştir.

Agrawal ve Tandon 1994'te gerçekleştirdikleri çalışmada, 18 farklı ülkede Ocak ayı anomalisinin geçerliliğini araştırmış, sonucunda söz konusu 18 ülkeden 14'ünde Ocak ayı anomalisine ilişkin anlamlı bulgulara ortaya koymuşlardır. Bu 18 ülkeden 15'inde ise Eylül ayı en düşük getiriye sağlayan ay olarak bulunmuştur.

İMKB bazında yapılan araştırmalar ise dünyadaki eğilimlere benzer bulgular ortaya konulmuş ve bu araştırmalar sonucunda İMKB. nezdinde de Ocak ayı anomalilerine ilişkin anlamlı bulgular ortaya çıkmıştır.

Balaban, 1995'te İMKB'de 5 yıllık bir periyodu veri olarak yaptığı araştırmada, Ocak, Haziran ve Eylül aylarında yılın diğer aylarına göre daha yüksek getiri sağlandığını ortaya koymuştur.

Özmen ise, 1997'de İMKB'de 101 aylık zaman dilimine ilişkin verileri kullanarak yaptığı çalışmasında Ocak ayı anomalisini doğrular nitelikte bulgular ortaya koymuş, en yüksek getirilerin Ocak ayında, en düşük negatif getiriye sahip ayın ise Ekim ayı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Özmen bu çalışmasında hem hisse senedi getirilerini aylar bazında karşılaştırmalı olarak mukayese ettiğinde, hem de tek bir aya ait getiriye diğer ayların ortalama getirileri ile ayrı ayrı mukayese ettiğinde aynı sonuçlara ulaşmıştır.

Bildik, 2000 yılında İMKB üzerinde 10 yıllık bir süreyi kapsayan verileri inceleyerek yaptığı çalışmasında Ocak ayına ilişkin anomalileri tespit etmek amacıyla endeksteki günlük değişim oranlarını hesaplayarak aylık bazda karşılaştırmıştır. Araştırma sonucunda günlük ortalama getiriler yine Ocak ayında en yüksek olarak gözükmüş, daha sonra ise Haziran, Eylül ve Aralık ayları sıralanmıştır.

Söz konusu tüm çalışmaların işaret ettiği nokta Ocak ayında menkul kıymet getirilerinde gözle görülür bir artışın olduğudur. Bu bağlamda Ocak ayı anomalisinin menkul kıymet borsalarında en yüksek getiriye sağlayan ay olarak anlamlandırmak mümkün olmaktadır. Ayrıca Ocak ayı anomalisinin yalnız İMKB'nda değil aynı zamanda uluslararası piyasalarda tezahür ettiği söylenebilmektedir.

Ay içi anomalisinde ise; ayın ilk dönemi birinci 15 gün ve ikinci dönemi diğer 15 gün olarak bölümlenmiş ve dönemlerin getirileri kıyaslanmak suretiyle anlamlı çıkarımlar üzerinde durulmuştur. Böylelikle hisse senedi getirilerinin ayın ilk ve ikinci dönemleri itibariyle gösterdiği eğilimler belirlenmeye çalışılmıştır.

Ay içi anomalilerine ilişkin ilk çalışma Ariel tarafından 1987'de yapılmıştır. Ariel New York borsasında gerçekleştirdiği söz konusu çalışmasıyla yaklaşık 18 yılı kapsayan bir veri seti kullanmış, aylara ait ilk 9 gün ile son 9 günü ortalama getirilerini kıyaslamıştır. Çalışmanın sonunda ayın ilk 9 gününe ait getirilerin son 9 gün getirilerine oranla daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Ariel'in bu çalışmada elde ettiği sonuçlardan biri; ayların ilk 9 gününe ait getirilerin sadece Ocak ayı anomalileriyle anlamlılık taşımadığı, ayrıca diğer aylar göz önüne alındığında yine anlamlı sonuçlar içerdiği (Ariel, 1987).

Jaffe ve Westerfield 1989'da ay içi anomalisini ölçmek amacıyla İngiltere, Japonya, Avustralya, Kanada ve ABD borsaları üzerine testler yapmıştır. Bu testler sonucunda Japonya hariç diğer 4 ülkede ayların ilk dönemlerinin getirileri, ikinci dönem getirilerinden yüksek çıkmış, Japonya'da ise tam tersi bir sonuç alınmıştır.

İtalya'da Milano Borsasında ay içi anomalisine ilişkin çalışma yapan Barone (1990), yaklaşık 15 yıllık bir süreyi veri aldığı çalışmada hisse senedi getirilerinin ayın ilk döneminde azaldığını, ikinci dönemde ise arttığını ortaya koymuştur.

Özmen, İMKB üzerinde 1992'de 4 yıllık bir süreyi kapsayan çalışmada İMKB'deki hisse senedi getirilerinin de ilk dönemler itibarıyla ikinci döneme göre daha yüksek olduğunu ve ay içi anomalisinin Türkiye'de anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Özmen daha sonra 1997'de 8 yılı kapsayan bir periyot için tekrar yaptığı çalışmada yine İMKB'deki hisse senedi getirilerini araştırmış, önceki araştırmasıyla paralellik gösterir şekilde ilk döneme ilişkin hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğunu bulgulamıştır.

Mills ve Coutts, 1995'te Londra borsasında gerçekleştirdikleri çalışmada 6 yıllık verileri kullanarak ay içi anomalisinin Londra Borsası'nda da anlamlı olduğunu ortaya koymuşlardır. İngiltere'de yapılan bir diğer çalışma ise 1997 yılında gerçekleştirilmiş, yaklaşık 60 yıllık bir süreyi kapsayan bu araştırmayla Arsad ve Coutts (1997) ay içi anomalisinin varlığına ilişkin pozitif bulgular elde etmişlerdir. Bu 2 çalışma beraber ele alındığında Londra borsasında ay içi anomalilerinin doğrular nitelikte anlamlıdır.

Özmen dışında İMKB'ye yönelik bir diğer çalışma ise 2000 yılında Bildik tarafından gerçekleştirilmiştir. Bildik (2000), 10 yıllık bir veri setini kullanarak yaptığı araştırmasında ay içi anomalisini Türkiye için doğrular nitelikte sonuçlara ulaşmıştır. Bildik (2000) bu çalışmayla, ayın ilk dönemine ilişkin ortalama getirilerin ayın ikinci dönemindeki getirilere göre ortalama %65 oranında daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Çalışmada ayrıca getirilerin aylara göre dağılımı da incelenmiş, sırasıyla Ocak ve Nisan aylarına ilişkin getirilerin diğer aylara göre nisbeten daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır.

Aylara ilişkin bir diğer anomali ise ay dönümü anomalisidir. Ay dönümü anomalisiyle herhangi bir ayda, bir önceki ayın bitimiyle yeni ayın başlangıcı arasında anlamlılık aranmaktadır. Ekonomi ve finans alanında yapılmış birçok

araştırma, ay sonlarına ait 1-4 günlük periyotlarla ayın ilk günlerine ait 1-4 günlük süreleri kullanmış ve sonucunda ay sonlarına ait periyotların ay başlangıcındaki 1-4 günlük periyotlara oranla daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur.

Lakonishik ve Smidt, 1988'te ABD Dow Jones Sanayi Endeksi ölçeğinde gerçekleştirdikleri çalışmayla 90 yıllık verileri ayın ilk 4 günü ve son 4 günü bazında incelemiş ve sonucunda hisse senedi getirilerinde ay dönümüne ilişkin anlamlı sonuçlar bulmuşlardır. Lakonishik ve Smith (1988), bu çalışmada bir takvim ayının son işlem günü ve onu müteakiben sonraki 3 işlem günü arasındaki periyota dair verileri kullanmışlardır. Sonuç olarak ay dönümlerine ilişkin getirilerin çoğunun izledikleri bu 4 günlük sürede gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Finans literatüründe ay dönümüne ilişkin yapılan diğer çalışmalar Pettengill ve Jordan (1988)'in New York borsasına incelediği araştırması, Ogden (1990)'in ABD'de, Cadsby ve Ratner (1992)'in 10 farklı ülkeyi kapsayan çalışması, Barone (1990)'nin Milano borsasına yönelik araştırması, Lauterbach ve Ungar (1992)'in Tel Aviv borsasına yönelik çalışması, Agrawal ve Tandon (1994)'un 19 farklı ülkeyi baz alarak yaptığı araştırması, ay dönümü anomalilerinin birçok ülke piyasasında anlamlı bulunduğunu ve sonuçların uluslararası piyasalarda benzer olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

Bildik (2000) ise, İMKB'ye yönelik 10 yıllık bir süreyi incelediği araştırmasında ayın ilk 4 günü ve son 1 gününü ay dönümü olarak kabul etmiş, sonucunda hisse senetlerinin diğer günlere göre daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur. Bildik (2000), ayrıca bu çalışmayla ayın ilk günün ister 1'i, ister 15'i kabul edilirse edilsin sözkonusu ay dönümü anomalisinin gerçekleştiğini de çalışmasının sonucu olarak ifade etmiştir.

2.4.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler

Anomalileri incelemek üzere gerçekleştirilen çalışmalarda dikkat çeken bir başka nokta menkul kıymetlere ait getirilerin tatil günleri öncesinde diğer işlem günlerinden farklılık gösterdiği olmuştur. Menkul kıymet borsalarında hafta sonu tatili, dini ve resmi bayramlar gibi tatil günlerinin öncesi ve sonrasına ait dönemler tatillere ilişkin anomaliler kapsamında incelenmektedir. Fakat borsanın başka

herhangi bir nedenle kapalı olduğu günler tatillere ilişkin anomaliler kapsamında ele alınmamıştır.

Rogalski, 1984'te Dow Jones Sanayi Endeksi üzerine çalışmasıyla 10 yıla ilişkin verileri kullanarak hisse senetlerinin hafta sonu getirileri ile resmi tatil sonrası getirilerini karşılaştırmış ve belirgin farklılıklar olduğunu ortaya koymuşlardır.

Lakonishok ve Smidt 1988'de gerçekleştirdikleri ve 90 yıllık bir zaman dilimini kapsayan çalışmalarında; Dow Jones endeksi üzerinde tatillere ilişkin anomalileri incelemiş, Aralık ayının son günü ile yılbaşı tatili öncesi Dow Jones'ta işlem gören hisse senedi getirilerinin dikkat çekici biçimde yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Lakonishok ve Smidt ayrıca bu çalışma ile menkul kıymetlere ilişkin işlem günlerini, normal işlem günleri, tatil öncesi ve sonrası işlem günleri olarak sınıflandırarak getirilerini karşılaştırmışlardır. Çalışma sonunda; tatil öncesi işlem günlerindeki ortalama getirinin normal işlem günlerindeki getirilere göre yaklaşık 23 kat daha yüksek olduğu ve dahası endeksin yıllık getirisinin neredeyse %50'sinin tatil öncesinde sağlandığı bulgusuna ulaşmışlardır (Lakonishok ve Smidt, 1988).

Kim, 1988'te Kore, Japonya, Avustralya, Kanada, ABD ve İngiltere borsalarında gerçekleştirdiği çalışmayla Kore hariç diğer ülkeler borsalarının tatil öncesi hisse senedi getirilerinin tatil sonrası günlere kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Kore borsası ise bu ülkelerin aksine negatif bir çizgide seyretmiştir.

Pettengil ve Jordan ise 1988'te S&P 500 Endeksini kullanarak ABD'de yaptıkları çalışmayla yaklaşık 23 yıllık bir süreyi incelemiş, tatillere ilişkin anomalilerin firma büyüklüğüyle alakalı olabileceğini saptamışlardır. Pettengil ve Jordan (1988), küçük firmaların tatil öncesi, büyük firmaların ise tatil sonrası getiriler bakımından farklılık gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Barone (1990), İtalya'da Milano borsasında gerçekleştirdiği çalışmasıyla önceki bulgulara benzer şekilde Milano borsasındaki hisse senedi getirilerinin tatil öncesinde daha yüksek gerçekleştiğini tespit etmiştir.

Lee, Pettit ve Swankoski (1990), Tayvan ve Japonya borsalarını incelemiş, Baroni'nin bulgularının aksine tatil sonrası hisse senedi getirilerinin, normal günlere ve tatil öncesi günlere göre daha fazla olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ariel, 1990 yılında New York borsasında gerçekleştirdiği çalışmada, 20 yıllık bir zaman dilimindeki tatil günlerine ilişkin verileri kullanmış ve tatil öncesi işlem günlerindeki getirilerin normal işlem günü getirilerinden daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ariel'in çalışması tatil öncesi getirilerin genelde tatil gününden hemen önceki seansta gerçekleştiğini, özellikle son seansın son saatinde zirve yaptığını ortaya çıkarmıştır.

Cadsby ve Ratner (1992), 9 ülke borsasını (Japonya, Hong Kong, İtalya, İsviçre, Fransa, Almanya, ABD, Avustralya ve Kanada) incelediği araştırmasında 4 ülke borsasına ait getirilerin (Japonya, Hong Kong, Kanada ve Avustralya) tatil öncesinde diğer normal günlere oranla daha fazla olduğunu belirtmiştir.

Fabozzi, Ma ve Briley'in 1994'te vadeli işlem piyasalarında tatil etkisine yönelik gerçekleştirdiği çalışması vadeli işlem sözleşmelerindeki işlem hacminin tatil öncesi ve tatil sonrasında anlamlı sayılabilecek ölçüde farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur.

Agrawal ve Tandon'un 1994'te 18 ülke borsasını inceleyerek yaptığı çalışmada 10 ülke borsasının tatillere ilişkin anomalileri doğrusal nitelikte olduğunu tespit edilmiştir.

Clare, İbrahim ve Thomas (1998), Malezya Kuala Lumpur borsasında gerçekleştirdikleri çalışmada tatil öncesi günlere ait getirilerin diğer normal işlem günlerine oranla daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır.

İMKB kapsamında yapılan çalışmalara bakıldığında; Erbil (1993), Karan (1994), Balaban ve Candemir (1995)'in çalışmaları da uluslararası piyasalarda yapılan çalışmaları destekler paralelde sonuçlar vermiş, tatil öncesi hisse senedi getirilerinin normal işlem günleri getirilerine göre daha yüksek olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır (Özmen, 1997: 110).

Özmen (1997) İMKB'de 8 yıllık bir zaman diliminde 37 resmi tatili inceleyerek yaptığı çalışmasında, tatil öncesi getirilerin tatil sonrasına oranla 14 kat, diğer normal işlem günlerine oranla ise 5,5 kat fazla olduğunu ortaya koymuştur.

Bildik (2000) İMKB kapsamında 10 yıllık bir süreyi inceleyerek yaptığı çalışmasında tatil öncesi ve tatil sonrası hisse senedi getirilerini araştırmış, tatil öncesindeki günlerde hisse senedi getirileri ve işlem hacminin, hem tatil günü sonrasında hem de diğer işlem günlerindeki getiri ve işlem hacminden fazla

olduğunu belirtmiştir. Fakat İMKB’de 2 günlük takas süresi uygulanmaya başladıktan sonra söz konusu durumun tersine işler duruma geldiği gözlenmiştir. Yani; 2 günlük takas süresi uygulanmaya başladıktan sonra tatil sonrası getiriler, tatil öncesi getirilere göre daha fazla yükseliş arz etmiştir (Bildik, 2000). Bu bakımdan İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin tatil öncesi ve tatil sonrasında normal işlem günlerine göre daha hareketli olduğu söylenebilmekle beraber İMKB ayrıca bu yapısı ile diğer uluslararası borsalardan ayrılmakta ve kendine has bir karaktere sahip olmaktadır (Bildik, 2000).

2.4.2. Fiyat Anomalileri

Finans piyasalarında fiyat anomalileri ile ilgili çalışmaların eksik - yetersiz reaksiyon durumu ile aşırı reaksiyon durumu anomalileri üzerine yoğunlaştığı görülmektedir (Barberis, 1998: 1). Eksik / yetersiz reaksiyon; yatırımcıların hisse senetleriyle alakalı birbirini takip eden iyi veya kötü bazı bilgilere 1-12 aylık dönem itibarıyla reaksiyon göstermekte ilgisiz olduklarını, aşırı reaksiyon ise yatırımcıların aynı doğrultudaki bilgilere 3-5 yıllık dönemde fazlasıyla reaksiyon gösterdiklerini ifade etmektedir (Barak, 2008: 209).

2.4.2.1. Eksik – Yetersiz Reaksiyon

Eksik - yetersiz reaksiyon anomalisi; yatırımcıların hisse senetleri ile ilgili piyasaya düşen bazı bilgilere, bir ile oniki ay arasında yeterince ilgi göstermemesi halinde, yeni bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yavaş etki etmesi ve bunun zaman içinde olumlu bir unsur meydana getirmesi durumudur. Chopra v.d. (1992) yetersiz reaksiyonu; yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi olarak açıklamıştır. Böylece geçmişte kazanan (kaybeden) hisse senetlerinin gelecekte de kazanmaya (kaybetmeye) devam edeceğini belirtmiştir (Ergün, 2009: 32).

Şöyle ki; yeni haber almaya ilişkin zaman aralığı (t), Z_t olarak adlandırılırsa, piyasaya gelen yeni haberler yatırımcı için bazen iyi $Z_t=G$, bazen de kötü $Z_t=B$ olabilmektedir. Eksik – yetersiz reaksiyonla bahsedilen şudur:

Bir şirket hisselerinin ortalama getirilerine ilişkin belirli bir periyotta piyasaya gelen *iyi* haberler, aynı periyotta o şirketin ortalama getirileri ile ilgili piyasaya düşen *kötü* bilgilerden *fazla* ise (Barberis v.d., 1998: 4);

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

olacaktır.

Yani; hisse senedi iyi haberlere eksik reaksiyon göstermekle beraber, bu durum takip eden dönemde düzeltilmektedir fakat o dönem için daha yüksek bir getiri sağlanmaktadır (Barberis v.d., 1998: 4). Yatırımcıların piyasaya düşen yeni bilgiye hemen tepki vermemesi, geçmiş dönemde kaybeden hisse senetlerinin ilerleyen dönemde de kaybetmeye devam etmesi anlamına gelecektir. Tam tersi durum kazanç durumları için de aynı şekilde geçerli olacaktır. Bu durumda kaybeden hisse senetlerinin satılması ve kazanan hisse senetlerinin satın alınması kısa dönem içinde yüksek getiri sağlayacaktır (Barak, 2006: 152). Ortaya çıkan durum eksik – yetersiz reaksiyon anomalisi olarak adlandırılmaktadır.

Eksik – yetersiz reaksiyonla ilgili ilk çalışma Ball ve Brown (1968) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ball ve Brown ABD piyasasında 10 yıllık bir süre ve 261 farklı hisseyi kapsayan çalışmalarında, şirketlere ait hisse senedi sahiplerinin on iki ay önceden başlayarak kâr-zarar açıklamalarına yönelik tepki vermeye başladığını, açıklama sonrasında ise tepkinin bir ay kadar devam ettiğini ortaya koymuşlardır (Ball ve Brown, 1968: 159-178).

Bernard ve Thomas (1989), NYSE ve AMEX borsalarında 12 yıllık hisse senedi verileriyle eksik-yetersiz reaksiyonun varlığını test etmiş ve kâr açıklamasını müteakip zaman içinde firmaların da büyüklüğüne bağlı olarak fiyatların tamamlandığı sonucuna ulaşmışlardır (Bernard ve Thomas, 1989: 1-48). Bernard ve Thomas'ın çalışması bu yönüyle eksik-yetersiz reaksiyon durumunu NYSE ve AMEX borsaları için doğrular niteliktedir.

Abarbanell ve Bernard (1992), 12 yıllık bir zaman dilimini kullanarak 178 firma hisse senedi üzerinde yaptıkları çalışma ile hisse senedi fiyatlarının kâr açıklamalarına gecikmeli tepki verdiğini bulmuşlardır. Fakat bunun sebebi olarak; işlem maliyetlerinin yatırımcıyı hızlı yatırım yapmaktan alıkoymasını ve ayrıca yatırımcıların sadece şirket haberlerini değil aynı zamanda firma analistlerinin raporlarını takip etmelerini göstermişlerdir (Abarbanell ve Bernard, 1992: 1181-1207).

Constantinou v.d. (2003), 420 farklı şirket üzerinde İngiltere'de gerçekleştirdikleri çalışmalarında 6 yıllık bir zaman diliminde firma analistlerinin

tahminlerinin isabetleri üzerine araştırma yapmışlardır. Constantinou v.d. (2003) bu çalışmada Abarbanell ve Bernard'ın kullandığı metodu benimsemiş ve benzer sonuçlar almışlardır. Constantinou v.d.(2003), bununla yetinmemiş yeni ve özgün bir model daha kullanarak yine aynı verilerle çalışmış, bu model ile beraber de yine aynı sonuçları almışlar ve İngiltere hisse senedi piyasasında eksik-yetersiz reaksiyonun var olduğunu ve önceki çalışmalarla tutarlı olduğunu ortaya koymuşlardır (Yaşar, 2008: 140).

İMKB üzerinde Ülkü (2001)'nün çalışması Ekim 1999-Eylül 2000 arasındaki verileri kapsamakla beraber fiyatların 1-6 hafta arası bir süreçte tamamlandığı, özellikle yabancı yatırımcıların en yoğun alımlarını gerçekleştirdiği Kasım 1999'dan sonra bilginin yerli yatırımcıya ulaşmasıyla beraber endekste en büyük artışın Aralık 1999'da olduğu gözlenmiştir. Ülkü (2001) bu durumu piyasanın yabancıların alımlarına karşı yetersiz tepki göstermesi olarak açıklamıştır (Ülkü, 2001: 106-130).

Değişik ülke piyasalarındaki değişik zamanlarda gerçekleştirilen literatür çalışmalarından görülebileceği üzere; eksik-yetersiz reaksiyon ile ilgili bulgular bu reaksiyonun varlığını doğrulamıştır. Bu sonuçlara göre söz konusu çalışmaların yapıldığı piyasalardaki hisse senedi performansları eksik-yetersiz reaksiyon özelliği taşımaktadır.

2.4.2.2. Aşırı Reaksiyon

Hisse senetlerinin daha uzun bir zaman aralığında süregelen bilgilere reaksiyon göstermesi aşırı reaksiyon anomalisi olarak adlandırılmaktadır. Aşırı reaksiyon anomalisi, piyasaya düşen bilgilere yatırımcıların üç ile beş yıl arasında tutarlı ve hızlı bir şekilde yanıt verdiği ve bunun sonucunda aşırı reaksiyon durumunun ortaya çıktığı anlamını taşımaktadır. Aşırı reaksiyon durumu iyi bilgilere sahip olan hisse senetlerinin uzun vadede gerçek değerlerinden fazla fiyattan işlem görmesine neden olmakta, bu da ilerleyen yıllarda ortalama kârlılığın azalmasına neden olmaktadır (Barberis v.d., 1998: 1-2).

Şirkete ilişkin iyi haberlerin piyasaya gelmesi hisse senetlerinin aşırı fiyatlandırılmasına ve aynı zamanda ortalama getirilerinin düşük olmasına neden olmaktadır. Bu durumda menkul kıymetler piyasasında iyi performans gösteren şirketlerin hisse senetlerinin gerçek değerlerinden daha yüksek fiyatlandırıldığı, bu

yüksek fiyatlandırmanın uzun vadede dengeye oturduğu söylenebilir. Aşırı reaksiyonu ayrıca; ard arda oluşan birçok iyi haberden sonra oluşan ortalama getirinin, yine seri halinde meydana gelen kötü haberlerin ardından oluşan getiriden daha düşük bir getirinin ortaya çıkma hali olarak da tanımlamak mümkündür (Ülkü, 2001: 116). Barberis ve diğerlerinin eksik – yetersiz reaksiyon anomalisi üzerinden aynı notasyonlara sadık kalmak suretiyle benzer şekilde formüle edildiğinde (Barberis v.d., 1998: 7);

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

olarak aşırı reaksiyon anomalisini ifade etmek mümkün olacaktır.

Bu durumda “j”nin olduğu kısım en az 1 ve muhtemelen daha yüksektir. Fikir oldukça basittir. Hisse senetlerine ilişkin ard arda gelecek iyi haberler sonrasında, yatırımcı sonra gelecek haberlerin de iyi olacağını düşünmektedir. Bu andan itibaren yatırımcı hisse senetlerini yüksek fiyatlamakta ve aşırı reaksiyon oluşmaktadır. İlerleyen dönem içinde piyasaya gelen haberler yatırımcının beklediği derecede iyi olmadığında ise hisse senedinin getirisi düşmektedir (Barberis v.d., 1998: 7).

De Bondt ve Thaler (1985), NYSE’de 1926-1982 yıllarını kapsayan araştırmaları sonucunda yatırımcıların hisse senetleri üzerindeki değerlendirmeleri neticesinde iyi / kötü haberlere aşırı reaksiyon verebildiklerini ve uzun vadede bunu düzeltme yoluna gittiklerini ortaya koymuşlardır (De Bondt ve Thaler, 1985: 793-805). Bu çalışmada öne çıkan bir başka sonuç ise, aşırı reaksiyonun asimetrik bir çizgide seyretmesidir. Yani, aşırı reaksiyon kaybeden hisse senetleri için kazandıran hisse senetlerine göre daha önem arz etmektedir (De Bondt ve Thaler, 1985: 800-804). Ferri ve Min (1996), De Bondt ve Thaler’in çalışmasını yorumlarken 2 varsayımdan yola çıktıklarını öne sürmüştür. Bunlardan biri, yatırımcıların kendilerinde büyük kaygı uyandıran haberlere aşırı reaksiyon verdiği, diğeri ise; yatırımcıların yeni bilgiyi dikkatle değerlendirmesi sonucunda hisse senedi fiyatlarını zıt yönlü yatırım ile düzeltmeye çalıştıklarıdır (Ferri ve Min, 1996: 71).

Zıt yönlü yatırım üzerine De Bondt ve Thaler’in geniş bir zaman dilimini kapsayan söz konusu çalışması birçok çalışma vasıtasıyla test edilmiş ve tutarlılık gösterdiği bulunmuşsa da aksi yöndeki çalışmalar da literatürde yer almaktadır.

Örneğin Chan (1988)'de yaptığı araştırma ile De Bondt ve Thaler'in sonuçlarını bir başka metod ile test etmiştir. Chan, kullandığı FVFM ile beraber zıt yönlü yatırım stratejisinin kayda değer ölçüde farklı bir kazanç getirmediğini ve zıt yönlü stratejiyle kâr elde etmenin kullanılan metod ve tahmin yöntemiyle alakalı olduğunu ifade etmiştir (Chan, 1988: 147-163).

Zarowin (1989), 10 yılı kapsayan bir veri seti kullanarak yaptığı çalışmayla aşırı reaksiyonun firma büyüklüğü ile ilişkisini incelemiştir. Zarowin bu çalışmada firma büyüklüğü ile getiri kriterlerine göre ayrılmış olan hisse senedi portföyleri üzerinde çalışmıştır. Zarowin (1989) bu çalışmayla, değişik ölçekteki firmaların az getiri sağlayan hisse senetleri göz önüne alındığında, küçük ölçekli firmaların büyük ölçekteki firmalara göre daha iyi performans gösterdiğini belirtmektedir (Zarowin, 1989: 1385-1399).

Gunaratne ve Yonesawa (1997), 35 yıllık veriyi kapsayan bir dönem için Tokyo borsasında yaptıkları çalışmada hisse senetleri için aşırı reaksiyonun geçerliliğini test etmişlerdir. Gunaratne ve Yonesawa (1997) bu çalışma sonucunda; dörder yıllık takip dönemleri belirlemiş ve bu dönemde kaybettiren hisse senetlerinin aynı zaman aralığında kazandıran hisse senetlerine nazaran %54 daha yüksek getiri sağladığını ifade etmişlerdir (Gunaratne ve Yonesawa, 1997: 363-384). Bu durum aşırı tepki hipotezinin incelenen bu 35 yıllık dönemde Japonya Borsası'nda var olduğunu göstermektedir.

Yerli literatüre bakıldığında ise, Ülkü (2001), İMKB 100 Endeksi üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında 11 yıllık bir süredeki aylık getirileri kullanarak bir çalışma gerçekleştirmiş ve sonucunda bu 11 yıllık dönem için aşırı tepki reaksiyonun İMKB'de var olduğuna dair bulgulara ulaşmıştır.

Durukan (2004) ise, 1988-2003 yılları arasında İMKB'de gerçekleştirdiği çalışma ile aşırı reaksiyonun varlığını test eder nitelikte sonuçlar elde etmiştir. Durukan (2004) ayrıca bu çalışmasında, yatırımcıların kötü habere verdikleri reaksiyonun iyi habere verdikleri reaksiyondan daha fazla olduğunu ve bunun da kaybetme korkusuyla ilişkili olduğunu ifade etmiştir (Durukan, 2004: 137-142).

Barak ve Demireli (2006), 12 yıllık verileri kullanarak İMKB'de yaptıkları çalışmayla 80 adet firmaya ilişkin getirileri incelemiştir. Söz konusu çalışmayla

Barak ve Demireli (2006), uzun dönemi baz alarak elde ettikleri bulgularla İMKB’de aşırı reaksiyonun varlığına dair pozitif sonuçlar ortaya koymuşlardır. Barak ve Demireli (2006), hisse senetlerini 5’er yıllık dönemler halinde kazanan ve kaybettiren portföyler olarak ele almış, bu portföylerin müteakip 5 yıl içindeki performanslarını irdelemiştir. 5 yıl sonunda elde edilen bulgular kazanan hisse senetlerinin müteakip sürede daha az kazandırdığı veya kaybettirdiği, kaybettiren hisse senetlerinin ise müteakip 5 yıl içinde kazandırdığı veya daha az kaybettirdiği şeklinde ortaya konulmuştur (Barak ve Demireli, 2006: 2-36). Aşırı reaksiyon konusunda yapılan diğer çalışmaları destekleyen bu sonuçla beraber İMKB’de eksik-yetersiz reaksiyon ile beraber aşırı reaksiyondan yararlanılarak ortalama üzerinde bir getiri sağlanabileceği ifade edilmiştir. Barak ve Demireli (2006)’nin çalışmasından elde edilebilecek bir diğer sonuç ise; yatırımcıların psikolojik yargularının fiyat anomalilerine ve fiyatlar üzerinde eksik-yetersiz anomali ile beraber aşırı reaksiyon anomalisine neden olduğudur (Barak ve Demireli, 2006: 2-36). Bunun dışında çalışmaya ilişkin önemli bulgulardan biri ise; EPH’nin İMKB hisse senedi piyasasında geçerlilik göstermediği, zayıf formun bile İMKB üzerinde etkinlik kuramadığıdır (Barak ve Demireli, 2006: 2-36).

2.5. DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİLERİ VE MODELLERİ

Davranış Finans kapsamında birçok teori ve model geliştirilmiştir. Bu teori ve modeller piyasadaki hareketlerin yatırımcı davranışları doğrultusunda yön kazandığı konusunda ortak bir zemin üzerindedir. Davranışsal Finans Teori ve Modelleri kapsamında altı çizilmesi gereken en önemli hususların başında bu çalışmaların ampirik bulgularla gerçekleştirilen gözlemlere dayanması ve yatırımcı davranışlarının içsel faktörler çerçevesinde değerlendirilmesi gelmektedir.

Davranışsal Finans Teori ve Modelleri, EPH’nin geçerli olmadığını, piyasada oluşan hareketler neticesinde aşırı reaksiyona ve eksik-yetersiz reaksiyona yol açan sapmaların EPH ile çelişir olduğunu ve hipotezin bu durumları açıklamakta zayıf kaldığı üzerinde geliştirilmiştir.

Davranışsal Finans kapsamında geliştirilen teori ve modeller son yıllarda birçok ampirik çalışmaya temel teşkil etmiş ve finans dünyasına yenilikler

getirmiştir. Bu çalışmada Davranışsal Finans'a temel teşkil eden Beklenti Teorisi ve ayrıca modeller içerisinde en fazla ilgi gösterilen 3 model; Hong-Stein Modeli, Daniel-Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli ve Temsili Yatırımcı Modeli ele alınacaktır.

2.5.1. Beklenti Teorisi

İnsan davranışları ve insanların karar alma mekanizmasının psikoloji biliminde önem kazanmasıyla birlikte bu yöndeki araştırma fikirlerinin öne çıkması 1950'li yıllarla beraber olmuştur. Allais (1953), Edwards (1954) ve Simon (1956)'un psikoloji alanında belirsizlik altında karar vermeye yönelik yaptığı çalışmalar ekonomi alanında yapılacak çalışmalara öncülük etmiştir. Psikoloji alanındaki çalışmaların iktisadi alanlarda çalışanların ilgisini çekmesi ve ekonomide bu yönde araştırmalar yapılması Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında gerçekleştirdikleri çalışmayla olmuştur. O yılların en itibarlı ekonomi dergilerinden biri kabul edilen *Econometrica*'da yayınlanan "*Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Almaya Dair Bir Analiz (Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk)*" isimli çalışma finans çevrelerinde milat kabul edilmektedir. Bir psikoloji profesörü olan Kahneman'a 2002 yılında Nobel ödülünü kazandıran bu çalışma, Davranışsal Finansın temeli kabul edilmekle beraber aynı zamanda ekonomi alanında en fazla atıf yapılan eser konumundadır (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 10). Tversky ödülün verildiği 10 Aralık 2002 yılında hayatta olmadığından ödülü Kahneman tek başına almıştır.

Kahneman ve Tversky (1979) bu çalışmalarında insanların belirsizlik halinde karar verirken geleneksel iktisat kuramındaki modellerde belirtilen genellemelerin sistematik bir şekilde ihlal edildiğini, Beklenen Fayda Teorisi ile belirtilen varsayımların insan davranışlarını açıklamada yetersiz kaldığını belirtmişlerdir. Bunun yanında insan psikolojisini göz ardı eden geleneksel modellere birtakım eleştiriler getirmiş ve yaptıkları çalışmayla alternatif bir teori olarak Beklenti Teorisi'ni ortaya koymuşlardır (Kahneman ve Tversky, 1979: 263-291). Beklenti Teorisi ile beraber Kahneman ve Tversky, yatırımcıların karar alma aşamasında bazen sezgilerini mantıklarının önüne koyabildiğini ya da karmaşık olasılıkları

inceleyip değerlendirmek yerine akıl yürütmek yoluyla karar alabildiklerini ifade etmişlerdir.

Beklenti Teorisi esas olarak, belirli bir kayıp neticesinde ortaya çıkan acının şiddetinin, aynı miktardaki kazancın getireceği mutluluğun şiddetinden daha fazla olduğu varsayımından hareket etmektedir. Bu yönüyle Beklenti Teorisi finansal pazarlarda gözlemlenen kazandıran hisse senetlerini erken elden çıkarma, hisse senedi fiyatlarının düşmesiyle alım yaparak maliyeti azaltma ve diğer anormal davranışların çoğunu açıklayabilmektedir (Şen, 2003: 86).

Beklenti Teorisi bazı varsayımları itibarıyla BFT ile benzerlikler göstermektedir. Öncelikle iki teorinin de belirsizlik altında karar vermeye yönelik geliştirilmiş teoriler olduğunu belirtmekte fayda vardır. Karar almayla ilgili geliştirilen teori ve modellerin birçoğunun temeli istatistiki modellere dayanmaktadır. Riskli seçenekler arasından seçim yapmanın standart modeli BFT iken bu modelin alternatifi olarak Beklenti Teorisi ortaya çıkmıştır. Son yıllarda karar verme seçenekleri açısından en ne çıkanı olan Beklenti Teorisi, BFT gibi insanların faydalarını maksimum yapmayı amaçladıklarını kabul etmektedir. Her iki teori de insanların servetlerinden elde ettiği faydaların parasal karşılığını değil, bu faydanın sağladığı tatmin ve memnuniyet düzeyi şeklinde ölçülmesinin anlamlı olacağını ne sürmektedir. Ayrıca Beklenti Teorisi ve BFT'nin bir başka ortak varsayımı ise; risk söz konusu olduğunda yatırımcıların riskten kaçınmak konusunda eğilim göstereceğidir (Yaşar, 2008: 52).

Beklenti Teorisi, son durumdan ziyade kazanç ve kayıpların önemli olması bakımından BFT'nden ayrılır. Bu varsayım karar alma süreciyle tutarlılık göstermektedir. Çünkü bireyler karar verme aşamasında toplam değerden çok olası değişikliğin servet durumlarında yaratacağı etkiye, yani alacakları karar sonucunda belirledikleri bir referans noktasından ne kadar uzaklaşacaklarına bağlı olarak karar almaktadır. Örneğin bir sıcaklık düzeyinin referans alındığını düşünelim. Bu sıcaklık düzeyinin referans noktası kabul edilen bir sıcaklık seviyesinin üzerinde bir sıcaklık derecesi fazla sıcak olarak değerlendirilirken, daha düşük seviyede bir sıcaklık soğuk olarak kabul edilebilir. Bu durum gelir ve servet düzeyi için de geçerli sayılabilir. Aynı servet düzeyine sahip farklı bireyler zengin ya da fakir olarak değerlendirilebilir (Turan, 2010: 36).

BFT, bilindiği gibi ekonomik aktörlerin belirsizlik altında nasıl karar alması gerektiğini kuralcı bir yaklaşımla ele almaktadır. Oysa insan psikolojisini de dikkate alan Beklenti Teorisi, belirsizlik altında ekonomik aktörlerin nasıl karar aldıklarını tanımlayıcı bir yaklaşımla açıklamaktadır (Montier: 2002). BFT normatif bir temel üzerine kurulmuştur. Bu sebeple karar verme sürecine ve karar problemlerine ilişkin rasyonel analizler yaparak çözümler bulmaya ve bunları istatistiksel modeller kapsamında anlamlandırmaya çalışmaktadır. BFT'ne temel teşkil eden modeller, problemleri basit ve anlaşılır olarak görür. Ayrıca Beklenti Teorisi, BFT'nden farklı olarak olasılığın yerine karar ağırlığını dikkate almaktadır (Turan, 2010: 37).

Beklenti Teorisi ise ampirik gözlemlere dayanan tanımlayıcı bir teori olmakla beraber, karar alma sürecindeki insana özgü tutum ve eğilimleri inceler. Yani; insanların inanç ve tercihlerinin ne olması gerektiği değil, ne olduğu üzerinde durur (Kahneman ve Tversky, 1984: 341). Bu yönüyle tümevarımcı bir karakter gösterir. Ayrıca Beklenti Teorisi gerçek yaşamda insanların maruz kaldığı, çoğu zaman basit ve anlaşılır olmaktan uzak, karmaşık problemleri ele almaktadır. Beklenti Teorisi'nin risk altında karar alma modelleri arasında kabul edilmesi ve kullanılması zaman almıştır. Beklenti Teorisi, BFT'nin çok sayıda eksiğini kapatmasında yardımcı olmaktadır (Barberis, Santos ve Huang, 2001: 3). Beklenti Teorisi 1950'li yıllarda yatırımcı tercihlerinin BFT'nin ileri sürdüğü şekillerde doğrusal sonuçlar vermediğinden hareketle başlatılan çalışmalar neticesinde gelişmeye başlamıştır. Kahneman ve Tversky bu arayışlar neticesinde gerçekleştirdikleri araştırmalarda yeni ve beklenmeyen bilgiler sonucunda menkul kıymetlerin aşırı reaksiyon olarak tasvir edilen şekilde tepkiler verdiğini ortaya koymuşlardır. Aşırı reaksiyon sonucunda ise hisse senetleri normal seyrine dönmüştür. Bu gözlem yatırımcı davranışlarını açıklamada BFT'nin yetersiz kaldığını gösteren durumlardan biridir (Döm, 2003).

Beklenti Teorisi, karar alma sürecinde insanı rasyonel kabul eden modellerin kapsamadığı bazı davranış kalıplarının var olduğunu ve bunların karar alma sürecinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Kahneman ve Tversky belirsizlik altında yatırımcıların rasyonel kararlar verememesini duygusal faktörlerin bu süreçteki etkisine bağlamaktadır. Duygular, insanların anlama, muhakeme etme veya kapasiteleriyle ilintili olarak bilişsel çelişkiler yaşamaları sebebiyle rasyonel kararlar almalarını ve rasyonel hareket etmelerini zorlaştırmaktadır (Şen, 2003: 82-92).

Kahneman ve Tversky ayrıca seçimlerin normatif yaklaşımlar doğrultusunda yapılmasının mümkün olamayacağından hareketle bu yaklaşımların başarısız olduğunu ifade etmişlerdir. Bunun nedeni olarak da sonuçların normatif yaklaşımlara ait baskınlık ve değişmezlik kurallarını ihlal etmesini göstermişlerdir.

Kahneman ve Tversky'nin yaptıkları araştırmalarda ortaya çıkan bir diğer sonuç ise, uygulamaya konu deneklerin tercihlerinde fayda maksimizasyonuna ters düşer nitelikteki bulgulardır. Bu noktadan hareketle Beklenti Teorisi, insanların kayıp ve kazanç durumlarında aynı davranışları göstermediği, farklılık gösteren olasılık durumlarında farklı davranışlar sergiledikleri ve farklı sonuçlara ulaştıklarını vurgulamaktadır. Yine aynı şekilde insanlar riskten kaçınma anlamında rasyonellikten uzak davranışlar göstermektedir (Döm, 2003). Geleneksel Finans Teorileri kısmında incelendiği ve vurgulandığı üzere insanlar riskten kaçınma eğilimindedirler. Beklenti Teorisi bunun aksine risk alma eğiliminin daha fazla kazanç sağlamak değil, kayıptan kaçınma amacıyla olduğunu ileri sürmektedir. Beklenti Teorisi insanların kazanç ve kayıplarını asimetrik biçimde değerlendirdiklerini belirtmektedir. Yani, kişinin risk karşısındaki davranışları aynı zamanda kişinin önceki geçmişiyle de alakalıdır. Buna göre finansal anlamda kayıp yaşamış bir yatırımcı ilerleyen dönemde bunun etkisinde kalabilir ve risk alma konusunda aynı isteği göstermeyebilir (Prast, 2004: 2-25).

Beklenti Teorisi, fayda unsuru yerine değer fonksiyonunu esas almaktadır. Değer fonksiyonu, yatırımcının beklentileri doğrultusunda belirlemiş olduğu mevcut referans noktasına göre beklenen getirideki değişimleri dikkate almaktadır. Bu referans noktasına göre kazanç düzeyinde meydana gelecek değişim yatırımcının değer fonksiyonuna etkide bulunmaktadır (Görener, 2003). Bu alanda yapılan çalışmalarda servet düzeyindeki değişimler neticesinde bu değişimle beraber yatırımcılar için ek bir faydanın ortaya çıktığı da görülmüştür. Ek faydanın ortaya çıkması yatırımcıların davranışlarının çözümlenmesinde yardımcı olmaktadır. Ortaya çıkan yatırımcı davranışlarından biri; yatırımcıların servet düzeylerindeki düşüşe, artıştan daha fazla hassasiyet gösterdikleridir. Ortaya çıkan diğer bir davranış türü ise; servet düzeyinde meydana gelen önceki kazançların yatırımcı için zarardan kaçınma derecesini azaltarak kayıpların acısını hafifletirken, önceki kayıpların ise yatırımcıyı daha fazla zarardan kaçınır duruma itmesi ve ek kayıplar bakımından

daha duyarlı hale sokmasıdır (Barberis, Huang ve Santos, 2001: 1-2). Benartzi ve Thaler (1993), yatırımdan elde edilen kazanç / kayıp durumuyla ortaya çıkan beklenti bazlı fayda konusunda ortada önemli oranda hisse primi bulunmasına rağmen yatırımcıların isteksiz davrandığını ortaya koymuş ve bu durumu kayıptan kaçınma tutumuna bağlamışlardır (Benartzi ve Thaler, 1993: 2-23).

Beklenti Teorisi, risk ve belirsizlik karşısında yatırımcının tercihlerini hangi yolla gerçekleştirdiğini belirlemek için geliştirilmiş betimleyici bir modeldir. Yatırımcıların karar verme sürecindeki önyargılarının temelini açıklayan Beklenti Teorisi, bu süreci düzeltme, değerlendirme ve olasılıkları ağırlıklandırma aşamalarından ibaret kabul etmektedir. Düzeltme aşaması, olasılıkların düzenlendiği, basitleştirildiği ve yeniden formüle edildiği aşamadır. Değerlendirme aşamasında ise, olasılıklar en yüksek değeri bulmak amacıyla ağırlıklandırılarak değerlendirilmekte ve bu olasılıklar arasından en yüksek değere sahip olan alternatif seçilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979). Psikolojik önyargıların birçoğu Beklenti Teorisi'nin düzeltme ve değerlendirme aşamalarının parametrelerinden türetilmektedir (Baker ve Nofsinger, 2002: 99).

Düzeltme safhası, yatırımcının olasılıkları belirlemiş olduğu referans noktasına göre kazanç ve kayıp türünden ele aldığı aşamadır. Bu aşamada yatırımcı ilerde yorum yapabilmek ve zihinsel faaliyetlerde bulunabilmek için bilişsel araçlardan veya kurallardan yararlanmaktadır (Prast, 2004: 7-8). Düzeltme aşamasının temel parametreleri *kodlama*, *birleştirme*, *ayırma* ve *iptal etme*dir (Kahneman ve Tversky, 1979). Kısaca belirtmek gerekirse, *kodlama* aşamasında sözkonusu seçenekler sonuç ve olasılık türüne dönüştürülmekte, *birleştirme* aşamasında olasılıklar türdeş sonuçlarla bağdaştırılmakta ve ardından basitleştirilmektedir. *Ayırma* aşaması; seçeneklerdeki risk unsurunun gözden geçirilerek risksiz kısmın riskli kısımdan ayrıştırılmasını ifade etmekte, *iptal etme* aşaması ise; seçeneklerde yer alan müşterek unsurların seçenekler dışına çıkarılmasıdır (Kahneman ve Tversky, 1979).

Kahneman ve Tversky'e göre; karar vericilerin tercih aşamasında yaşadığı sapmaların çoğu düzeltme safhasında ortaya çıkmaktadır. İnsanlar sonuca ulaşmak için bu aşamada bazı olasılıkları ihmal edebilmekte veya olasılıkları hatalı

ağırlıklandırabilmektedirler. Yani bir an önce doğrudan sonuca gitme çabası akılcı karar vermenin ve rasyonalitenin yitirilmesine neden olabilmektedir.

Değerlendirme aşamasında, düzeltme aşamasında ele alınan alternatifler değerlendirmeye tutulmaktadır. Yatırımcı alternatifler arasından en yüksek değeri taşıyanı seçmektedir. Seçeneğin toplam değeri olan (V); (Π) ve (U) olmak üzere iki ölçükle ifade edilmektedir. İlk ölçekte (Π), her olasılığı temsil eden (p) ve karar ağırlığını temsilen $\Pi(U)$ ile ilişkilendirilir. Bu, (p)'nin, alternatiflerin toplam değer üzerindeki etkisidir. Bununla beraber (Π) sadece bir olasılık ölçütü değildir. İkinci ölçüt ise (U)'dir ve her sonuca bir değer $v(x)$ atamaktadır. Burada sonuçlar belli bir referans noktasına göre değerlendirilmektedir ve referans noktası değer ölçüsü üzerinde sıfıra eşittir. O andan itibaren (U), referans noktasına uzaklığı yani kayıp veya kazancı gösterir. Eğer sonuç pozitif veya negatif değil ise seçenek düzenlidir yani eşittir. Düzenli (eşit) bir seçeneğin toplam değeri ($x, p ; y, q$) şu formülle hesaplanmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979):

$$V(x, p; y, q) = \Pi(p)U(x) + \Pi(q)U(y)$$

Burada (V) BFT'nde olduğu gibi seçenekleri tanımlarken, (U) sonuçları belirtmektedir. [$U(0)=0$; $\Pi(0)=0$, ve $\Pi(1)=1$]

Negatif ve pozitif alternatiflerin değerlendirmesi ise değişik bir şekilde ele alınmaktadır. Bu durumda alternatifler düzeltme aşamasında risksiz (ödenmesi veya alınması kesin olan tutar) ve riskli (kayıp veya ilave kazanç) olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu durumda bir alternatifin değeri şu formül yardımıyla açıklanmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979):

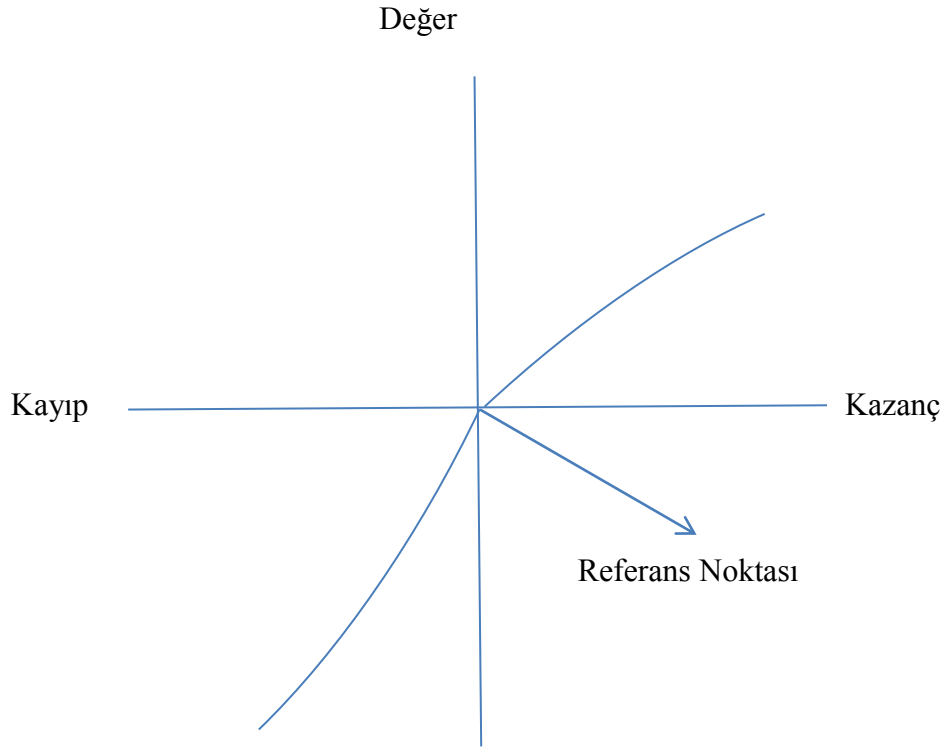
$$V(x, p; y, q) = U(y) + \Pi(p)[U(x) + U(y)]$$

Bu değerlendirme sonrasında yatırımcının alternatifleri düzeltirken ve değerlendirmesini yaparken kullandığı bilişsel kural ve süreçler basitleştirme aşaması için elzemdir. Olasılıklar ve sonuçlar yuvarlanırken marjinal muhtemel olmayan sonuçlar bertaraf edilir. Sonuçta; karar ağırlıkları olasılıkların lineer olmayan fonksiyonu haline gelmektedir. Yatırımcı düzeltme ve değerlendirme sonrasında [$S_p(p_i)U(x_i)$] getirisini maksimize edeceği alternatifi seçecektir (Prast, 2004).

Beklenti Teorisi, bireylerin subjektif bir değer fonksiyonuna sahip olduğunu iddia etmektedir. Değer fonksiyonu esas olarak BFT'ndeki fayda fonksiyonu ile benzer olmakla beraber insanların karar vermelerinde değer fonksiyonu kapsamında

belirli bir servet düzeyini referans olarak almaları iki fonksiyon arasındaki en bariz farktır. BFT, bireylerin tüm servet düzeyleri için geçerli olacak bir iç bükey fayda fonksiyonuna sahip olduğunu ileri sürerken, Beklenti Teorisi alternatiflerin her farklı aşamasında bir referans noktası belirlemektedir. Bu referans noktası servet düzeyinin altında ise dış bükey, referans noktası servet düzeyinin üstünde ise iç bükey bir karakteristiğe sahiptir.

Şekil 2. Hipotetik Değer Fonksiyonu (Kahneman ve Tversky, 1979: 279)



Kahneman ve Tversky, risk içeren durumlarda yatırımcıların karar verme aşamasında şekil ve büyüklük itibarıyla kararsız kalacaklarını ifade etmektedir. Önceki kısımda belirtildiği üzere belirsizlik içeren durumlarda seçim yapmanın standart teorisi BFT'ne göre olasılıkların sıralandığı bir seçenekler kümesi olmaktadır.

$$U(p) = \sum_{x \in X} u(x) p(x)$$

Beklenti Teorisi'nde ise yatırımcının V 'nin değerini alarak hesapladığı kazanç ve kayıplardan oluşan yarar ihtimali fayda olarak adlandırılmaktadır. Kahneman ve Tversky, kazanç ve kayıp değerinin olasılıkların ağırlıklandırılması ile değil, sözkonusu olasılıkların doğrusal olmayan dönüşümü ile yapıldığını ileri

sürmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979). Bu 2 araştırmacı yukarıdaki eşitlik üzerinde değişiklik yapmışlar ve u ve p leri transformasyona uğratarak çözüm geliştirmeyi düşünmüşlerdir. Buna göre; $p(x)$ olasılığı $\Pi p(x)$ ile değiştirilmiş, $\Pi(0)=0$ ve $\Pi(1)=1$ olarak almışlardır. Oluşan yeni formülasyonda $\Pi p(x)$, $p(x)$ 'e eşit değildir. Böylece, yeni formülasyonda düşük olasılıklar ağırlık kazanmıştır.

$$\Pi[p(x)] > p(x) \text{ (Shefrin ve Statman, 1993: 399-400).}$$

Beklenti Teorisi, değer fonksiyonu ve değer fonksiyonuna atfedilen karar ağırlığı ile ölçeklendirilmiş sonucu fayda olarak adlandırmaktadır. BFT'nde değinilen beklenen fayda ölçülen sonuçların olasılıkları ile çarpılarak toplanması ile elde edilen ve fayda cinsinden ölçülen toplam olmaktadır. Beklenti Teorisi yatırımcıların ağırlıklandırılmış faydalarının toplamıyla maksimize edeceklerini varsayar. Fakat gerçek olasılıklardan farklı olabilmektedir. Beklenti Teorisi'nde fayda, BFT'nin tersine fayda fonksiyonuyla değil değer fonksiyonuyla tesbit edilmektedir.

$$\sum \pi(p)_i U(x_i - r)$$

Bu formülasyondaki π ; doğrusal olmayan ağırlığı, $U(x - r)$; referans noktası doğrultusunda belirlenen değer fonksiyonunu temsil etmektedir. Doğrusal olmayan ağırlık fonksiyonu belirlenirken muhtemel olmayan sonuçlar sıfırla ağırlıklandırılırken, muhtemel olaylar ise 1 ağırlığı ile değerlendirilmektedir (Barberis, Huang ve Santos, 2001: 11).

Değer fonksiyonu ise (Prast, 2004: 7);

$$V(x) = x^a$$

$x > 0$ için;

$$V(x) = -\lambda - (x)^b$$

$x < 0$ için.

Bu formülasyonda V psikolojiktir ve yatırımcının x durumuna atfettiği değeri temsil eder. Kahneman ve Tversky araştırmalarında; değeri 2.25, a ve b ise 0,88 olarak bulmuştur. Görüleceği üzere; servet düzeyindeki değişimlere bağımlı olan V değer fonksiyonu Beklenti Teorisi'nin farkını oluşturmaktadır. V fonksiyonu kazanç içeren durumlar için konkav (riskten kaçınma), kayıp içeren durumlar içinse konveks (risk alma) yönünde olmakla beraber her iki yönde de azalan bir esneklik taşımaktadır. Şekil-2 incelendiğinde dikkat çeken bir başka nokta ise; referans noktasına yakın geçen eğri, kayıplar için daha dik bir yapı göstermektedir. Bu diklik, referans noktasında kayıplar için, aynı seviyedeki kazanç durumuna göre daha duyarlı bir karakteristiğin olduğunu işaret etmektedir. Yani yatırımcılar referans noktalarına göre servet düzeylerinde meydana gelebilecek bir kayıp halinde, aynı miktardaki artış haline göre daha duyarlı hareket etmektedir. Kahneman ve Tversky araştırmalarında bu duyarlılığın oransal karşılığının yaklaşık 2-2,5 olduğunu öngörmüşlerdir (Kahneman ve Tversky, 2002: 462). Beklenti Teorisi ve BFT arasındaki farklardan biri olarak da; Beklenti Teorisi'ndeki V fonksiyonunun esnek hareketlerine karşın, BFT'ndeki u fonksiyonunun genellikle hemen her noktada konkav (riskten kaçınan) bir yapıda olması gösterilebilir.

Beklenti Teorisi, yatırımcı kararlarının rasyonel olduğunu savunanların farkına varamadığı birçok davranış modelinin fark edilmesini sağlamıştır. Kahneman ve Tversky çalışmalarında bu davranış modellerini insandaki iki eksiklik etrafında anlamlandırmışlardır. Eksikliklerden ilki; duyguların rasyonel kararlar üzerindeki akılcı denetimi bozması, diğeri ise; insanların karşılaştıkları durumun tam olarak farkında olamamaları nedeniyle durum analizlerini yapmakta başarısız kalmalarıdır. Psikologlar böylesi durumları bilişsel güçlükler olarak adlandırmaktadır (Bernstein, 2005: 305).

Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi'ni şekillendiren yukarıdaki durumlar için yaptıkları araştırmada katılımcılara iki ayrı soru yönelterek sonuçlarını rakamsal örneklerle yardımıyla değerlendirmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 1979). Bu sorular ve sonuçları şöyledir:

a) Katılımcılara mevcut servet düzeylerine ek olarak kendilerine 1.000\$ verildiğini farz etmeleri, bu durumda iki seçenekten A: %50 olasılıkla 1.000\$ mı

yoksa B: %100 olasılıkla 500\$ mı kazanmayı tercih edecekleri sorulmuştur. Katılımcıların neredeyse hepsi kesin olan B seçeneğini tercih etmiştir.

b) Katılımcılara mevcut servet düzeylerine ek olarak kendilerine 2.000 \$ verildiğini farz etmeleri, bu durumda iki seçenekten C: %50 olasılıkla 1.000 \$ mı yoksa D: %100 olasılıkla 500 \$ mı kaybetmeyi tercih edecekleri sorulmuştur ve bu sefer katılımcıların hemen hepsi gerçekleşme ihtimali %50 olan C seçeneğini tercih etmiştir.

Sorulan her iki soru neticesinde ortaya çıkan sonuçlar Beklenti Teorisi'nin varsayımları ile örtüşmektedir. Öyle ki; her iki durumda da servet düzeyleri aynı kalıyor olmasına rağmen katılımcıların tercihleri farklılık göstermiştir. Önceki kazanç ya da kayıpların bilinmediği bu araştırmada katılımcıların sadece kazanç ve kayıplara odaklandığı gözlemlenmektedir. Katılımcılar ayrıca, kazançlar açısından riskten kaçınan, kayıplar için ise risk alan davranış gösteriyor olmaları sebebiyle değer fonksiyonunun (V) sırasıyla riskten kaçınan (konkav) ve risk alan (konveks) karakteriyle tutarlılık göstermektedir.

Bu araştırmayla beraber Kahneman ve Tversky, katılımcılara farklı şekillerde yönelttikleri soruların farklı sonuçlar ortaya çıkarmasını “çerçeveleme etkisi (framing effect) olarak adlandırmışlardır. Çerçeveleme Etkisi bir soruya ilişkin farklı soruluş tarzlarının kişinin kararları üzerinde etkili olduğunu iddia eder. Bu durum Beklenen Fayda Teorisi'nin varsayımlarıyla uyumlu değildir (Kahneman ve Tversky, 1979).

Kahneman ve Tversky aynı zamanda kısa vadeli bir zamanda yatırımcıların nihai servet düzeyi ile mi yoksa servette meydana gelen değişimlerle mi alakadar olduklarını ortaya koymak üzere bir çalışma daha gerçekleştirmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 2002: 464). Bu çalışmada, ay sonunda portföyleri ile ilgili aracı kurumdan aylık geri bildirim raporu alan iki ayrı yatırımcıya ilişkin bir senaryo sunulmuştur. Bu senaryolar şunlardır: Portföy durumu ile ilgili ay sonunda bilgi sahibi olan iki yatırımcıdan birincisi; portföy değerinin 4 milyon \$'dan 3 milyon \$'a düştüğünü, diğeri ise; 1 milyon \$'dan 1,1 milyon \$'a çıktığını öğrenmektedir. Peki, bu iki yatırımcıdan hangisi finansal durumlarından memnun olmak adına daha fazla sebebe sahiptir ve bugün hangisi daha mutludur?

Durum senaryolarından görüleceği üzere; birinci yatırımcının servet düzeyi ikinci yatırımcıdan daha yüksektir ve birinci yatırımcının servetinde azalma olurken (kayıp) ikinci yatırımcının servet düzeyinde artış (kazanç) vardır. Dolayısıyla ikinci yatırımcı muhtemelen finansal durumundan daha memnun olacaktır ve daha fazla fayda sağlamış olacaktır. Beklenen Fayda Teorisi, insanların kısa dönemli duygusal durumlarını önemsemeden uzun dönemli faydanın önemli olduğunu iddia etmektedir. Beklenti Teorisi ise, insanların duygularının kısa döneme odaklandığını ve duyguların elde edilen fayda üzerinde baskın bir pozisyonda olduğunu, mevcut durumda meydana gelen değişimlerin duyguları tetiklediğini vurgulamaktadır. Kayıpların oluşturduğu acı duyguları, hatalı tercihlerin pişmanlığını ihmal eden bir seçim teorisi gerçekçi değildir (Kahneman ve Tversky, 2002: 465).

Görüldüğü gibi, BFT mantıksal olarak doğru olduğu kabul edilen, hipotetik çıkarımlara dayanırken Beklenti Teorisi ampirik bulgularla desteklenmiş gözlemlere ve örneklere dayanmaktadır.

2.5.2. Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif Etkileşim Üzerine Kurulu Hong-Stein Modeli

Hong ve Stein adlı iki araştırmacının kendi adlarıyla anılan ve değişik kaynaklarda Heterojen Yatırımcı Modeli olarak da geçen bu model, piyasada momentum yatırımcıları ve haber avcıları olmak üzere 2 yatırımcı tipi olduğunu ve bu tip yatırımcıların da tek tür bilgi kullanabilen sınırlı rasyonellikte olduğunu iddia etmektedir. Anlaşılabacağı üzere her iki tip yatırımcı grubu da tam rasyonel değildir. Bu sebeple yatırımcılar kamuya açık bilgi ile sınırlı bir hareket alanına sahiptir. Hong ve Stein'e göre haber avcıları, gelecek dönemlere ilişkin olarak edindikleri bilgilerle tahmin yapmaktadırlar. Fakat geçmiş dönem bilgilerine ya da mevcut döneme ilişkin bilgilere sahip değildirler. Momentum yatırımcıları ise haber avcılarının tersine, tek bilgi havuzu olarak sadece geçmiş bilgileri kullanmakta, karar modelleri tek bağımsız değişken olmak üzere, nihai fiyat değişimini ($P_t - P_{t-1}$) olarak ifade edilen bir regresyonla belirlemektedir. Bu modeli şu şekilde özetlemek mümkündür (Hong ve Stein, 1999: 2144-2184):

Hong ve Stein Modeli, kısaca özetlemek gerekirse, bir kısmı yatırımcıların var olan bilişsel önyargılarına, daha büyük bir kısmı ise heterojen yatırımcıların aralarındaki interaktif etkileşime dayanmaktadır.

Yukarıda bahsedildiği gibi model iki farklı yatırımcı tipinin olduğundan hareket eder. Hong ve Stein bu yatırımcı tiplerinin varlığından hariç, modelin aşırı reaksiyon ve eksik-yetersiz reaksiyonu birleşmiş halde kabul etmektedir. Modele göre gruptan biri özel bilgiye eksik reaksiyon verme eğiliminde iken diğer grup söz konusu eksik reaksiyonu arbitraj yoluyla kazanıma çevirmek istemektedir. Bunun sonucunda küçük bir kısım bu durumdan fayda sağlamakta ve oluşan aşırı momentumla birlikte aşırı reaksiyon meydana gelmektedir.

Haber avcılarını özel ve yeni bir bilgi edinir edinmez fiyatlar bu yeni bilgiler doğrultusunda artışa veya azalışa sebep olmaktadır. Haber avcılarını belli bir dönemde (t) bu özel bilgiyi aldıklarında fiyatların hareket etmesine neden olacaklardır fakat bilgi henüz kamuya açılmamış olduğundan yatırımcılar arasında yayılması yavaş olacaktır. Bununla beraber fiyatlarda oluşacak hareketler de yavaş olacak ve fiyat adımları bir süre çıkması gereken seviyenin altında hareket edecektir. Bu zaman zarfında menkul kıymetlerde olumlu yönde bir etki oluşacak ve beraberinde eksik reaksiyonu getirecektir. Haber avcılarının (t) zamanında sebep olduğu durum ister olumsuz ister olumlu olsun, ($t+1$) zaman diliminde momentum yatırımcılarını harekete geçirerek alım - satım yapmalarına neden olacaktır. Piyasaya ilk giren momentum yatırımcıları sonra girenlere nispeten daha fazla kazanç sağlayacaklardır. Geç kalan momentum yatırımcılarının da piyasaya nüfuzuyla beraber alım-satımlar hızlanacak ve bu durum da doğal olarak yine fiyatlara etki edecektir. Piyasaya sonradan giren momentum yatırımcılarının zarar etmesi yakın olasılıktır. Geç kalan momentum yatırımcıları uzun dönemde oluşması gereken denge fiyatının üstünde işlem yapacaklar ve sonuç olarak piyasaya erken giren momentum yatırımcıları sonradan girenler üzerinde negatif bir dışsallığa yol açacaklardır.

Bunun haricinde piyasa hem haber avcılarının hem de momentum yatırımcılarının varlığından haberdar olmakla birlikte bu iki grubun hareket zamanlarını ve kabiliyetlerini tahmin eden arbitrajcılara sahiptir. Arbitrajcılarının varlığı diğer yatırımcı tiplerinin ellerinde bulundurdukları bilgiyi doğrular türde

olduğundan piyasa hem aşırı reaksiyona hem de eksik reaksiyona açık bir pozisyonda olacaktır.

Hong-Stein Modeli birçok duruma uyarlanabilir ve uygulanabilir görünmektedir. Bu durum değişik örneklemelerle test edilmiş olduğundan model ayrıca güvenilir gözükmemektedir. Hong-Stein Modeli'nin altı çizilmesi gereken özelliği; heterojen yatırımcıların birbirleri üzerindeki dışsal etkisidir.

2.5.3. Daniel-Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli

Literatürde Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli olarak da geçen bu Davranışsal Finans Modeli, *aşırı güven ve yanlış kendine atfetme* olarak iki psikolojik bulguya dayanmaktadır (Daniel v.d., 1998).

Aşırı güven; yatırımcıların sahip oldukları bilgilere olması gerektiğinden daha fazla güven duymasını ifade eder (Daniel v.d., 1998-1: 1841). Finans piyasalarında rol alan yatırımcılar ve analizciler içeriden firma yöneticileriyle görüşerek, mali gelişmeleri ve tabloları yorumlayarak ya da benzeri şekillerde elde ettikleri bilgileri kullanmak suretiyle kendi kabiliyetlerini mevcut bilgilerle kıyaslama ve pozisyonunu ilişkilendirme yolunu seçmektedirler. Bu sürecin sonunda yatırımcı kendi kabiliyetlerini abartmış veya öbür yatırımcı / analizcilerin göz ardı ettiği bilgiyi fark etmiş ise, tahminlerinde kendi hatalarını hafife almış demektir. Diğer yandan böyle bir süreçte eğer kendi öngörülerini ve değerlendirmelerine büyük önem atfediyorsa ve bunun sonucunda aşırı güven durumu oluşuyorsa, yatırımcı ilerleyen dönemde de kendi kanaatlerini baz alacak ve piyasadaki bilgileri ihmal edecektir. Tüm bunlar ışığında kendine aşırı güvenen yatırımcı kamuoyunda oluşan bilgilere değil, kendisinin özel atfettiği bilgilere itimat edecektir (Daniel v.d., 1998-1: 1841). Bu gözlemler psikoloji alanında yapılan çalışmalarla tutarlılık göstermektedir. Odean (1998) gerçekleştirdiği çalışmada, insanların bazı bilgilere gereğinden fazla değer verdiklerini bazı bilgilere ise az değer verdiklerini ortaya koymuştur (Odean, 1998: 1888). Tüm bu bilgiler ışığında insanların kendilerine ve bilgilerine çok güvendiğini söylemek mümkündür. Odean (1998), sözkonusu araştırmasında farklı tipteki yatırımcı türlerini incelemiş ve aşırı güven konusunda bazı sonuçlara ulaşmıştır (Odean, 1998: 1888-1889):

- Yatırımcılar ve analizciler başta olmak üzere aşırı güven hali işlem hacmini artırmaktadır. Odean (1998) bu bulgunun aşırı güvenin en kuvvetli etkisi olduğunu ifade etmektedir. Odean ayrıca, yatırımcıların kendi arasında paylaştığı bilgilerin de işlem hacmi üzerinde pozitif bir etkisi bulunduğu ifade etmektedir. Bu bulguya ulaşan bir başka araştırma ise Statman, Thorley ve Vorkink (2006)'in çalışmalarıdır. Statman, Thorley ve Vorkink, aşırı güven sonucunda menkul kıymet piyasasında işlem gören hisse senetlerinin işlem hacminde artış olduğunu bulgulamışlardır (Statman v.d., 2006).
- Aşırı güven hisse senedi alım satımını kolaylaştırmaktadır.
- Aşırı güvenli yatırımcılar kazançları halinde piyasadaki diğer yatırımcıları da etkilemektedirler ve bu durum piyasada eksik – yetersiz reaksiyona neden olmaktadır. Psikoloji literatüründe yapılan çalışmaların bireylerin sonuç çıkarma konusunda sistematik olarak istatistiki, soyut ve direk önemi olan bilgileri az ağırlıkla değerlendirdiklerini, aksine; dikkat çekici, uç, göze çarpan bilgileri ise normalden fazla ağırlık vererek değerlendirdiklerini ortaya koymuştur.
- Aşırı güven yatırımcılar için faydayı (beklenen getiri) azaltmaktadır. Kendine çok güvenen yatırımcılar, portföy çeşitliliği bakımından zayıf kalacaklardır. Bu durum yatırımcıların ilerleyen dönemde beklenen getirilerinin azalması anlamına gelmektedir.
- Aşırı güven pazar derinliğini artırmaktadır.
- Aşırı güven piyasa aktörlerinin fiyat kararsızlığını bastırırken, volatilitenin artmasına yol açmaktadır (Odean, 1998: 1916).

Yanlı kendine atfetme ise; yatırımcının kendi bilgisine olan güveni ile yatırım performansı arasında ilişki kurması ve bu güveni yatırım performansı ile ilişkilendirmesidir (Ülkü; 2001: 107). Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, aşırı güven ve yanıli kendine atfetme eğilimini psikolojik bir tutum olarak kabul etmişler ve uzun vadede hisse senetleri üzerinde negatif bir etkileşime neden olduğunu belirtmişlerdir (Daniel v.d., 1998: 1839).

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar, insanların geçmişlerindeki başarılarına fazla itibar ettiklerini, geçmiş başarısızlıkların nedeni olarak ise kendileri haricindeki dışsal faktörleri gördüklerini ortaya çıkarmıştır. İnsanlar kendi bilgileri ile piyasadaki

bilgileri mukayese etmektedirler. Piyasadaki bilgilerin insanların bilgileriyle paralel olması insanların kendi bilgisine olan güvenini daha çok artırmaktadır. Piyasadaki bilgiler insanların kendi bilgileri doğrultusunda değil ise aşırı güven hali orantılı olarak düşmektedir (Daniel v.d., 1998: 1844-1845).

Olumlu ya da olumsuz olarak neticelenen yatırım performansını insanların kendi bilgilerine bağlaması, sahip olduğu bilgiyi de yatırım performansının bir bileşeni olarak değerlendirmesi yanlış kendine atfetme olarak adlandırılmaktadır (Daniel v.d., 1998: 1842). Yanlış kendine atfetme eğiliminde insanlar, kendilerini onaylayan bilgilere fazla önem atfetmekte, kendilerini onaylamayan bilgilere ise daha az değer atfetmekte ve görmezden gelmektedir. Yanlış kendine atfetme eğiliminde yatırımcılar sahip oldukları bilgiyi değerlendirip vardıkları yargının pozitif sonuçlanması halinde bu tutum doğrultusunda hareket etmektedirler. Yine aynı şekilde, başka yatırımcılar tarafından ileri sürülen fakat negatif sonuçlanan yani diğer yatırımcıların beklentilerinin ve bilgilerinin doğrulanmadığı senaryolarda da yanlış kendine atfetme durumu ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcının kendi bilgilerine ve yargılarına dayanarak karar aldığı durumlarda eğer piyasada var olan kamuya ait bilgilerin yatırımcıyı doğrulaması halinde yatırımcı kendi sinyallerine olan güvenini artıracaktır. Bu şekilde gerçekleşecek eğilimler de yanlış kendine atfetme durumu için doğrulayıcı bir mekanizma olacaktır. Yani, yatırımcı kendi bilgileri sonucunda aldığı yatırım kararı sonucunda aynı yönde piyasadan doğrulayıcı sinyaller aldığı ve kendini doğruladığı durumlarda yanlış kendine atfetme durumu ortaya çıkmış olacaktır. Bu süre zarfında hisse senedi piyasasında pozitif etkileşim ortaya çıkmakta, bir diğer ifadeyle hisse senedi yetersiz reaksiyon göstermektedir (Daniel v.d., 1998: 1843).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli'nde, aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel fakat özel bilgi sahibi olmayan yatırımcılara karşı pozisyon alırken kendi bilgi setlerine çok fazla önem vermekte ve bu sebeple piyasada kamuya açık bilgilerle oluşan fiyatı göz ardı etmektedir. Böylece fiyatların kendi bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine neden olmaktadır. Kazandıkça yatırımcıların güvenleri yukarı yönlü hareket edecek ve açıklanan bilgiler yatırımcıların sahip olduğu bilgileri doğrular nitelikte olduğunda söz konusu kendine güven çizgisi hızlı bir tırmanış gösterecek ve böylelikle aşırı reaksiyon daha da artacaktır. Süreç; uzun vadede bir

düzeltilme ile sona ermekte, sonuçta uzun süreli negatif bir etkileşim ortaya çıkmaktadır. Bu aşamada düzeltme işlemi fiyatların olması gereken değere gelmesi için beklenen bilgiler sebebiyle biraz geç gerçekleşebilir. Bu süre kendi bilgileriyle ve tahminleriyle yeni bilgileri karşılaştıran yatırımcıların pozisyonlarını az da olsa revize etmesiyle ilgilidir. Yavaş gerçekleşen sürecin sonunda ilkinden ayrı bir pozitif etkileşim daha ortaya çıkacaktır.

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli temelinde hisse senedi fiyatlarının özel ve kişisel bilgilere aşırı reaksiyon, kamuya açık bilgilere ise düşük reaksiyon verdiğini esas almaktadır. Buradan kişisel özel bilgilerden aşırı reaksiyon, kamu bilgilerinden eksik-yetersiz reaksiyon oluştuğu görülmektedir. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam aşırı reaksiyonun hisse senetlerindeki uzun dönemli negatif etkileşim ile ilgili olduğunu belirtmektedir (Daniel v.d., 1998: 1841).

2.5.4.Temsili Yatırımcı Modeli

Barberis, Shleifer ve Vishny'nin psikolojik bulgular ışığında ortaya çıkardığı Temsili Yatırımcı Modeli (TYM) aşırı reaksiyonu *temsil etme kısayolu*, eksik – yetersiz reaksiyonu ise *tutuculuk eğilimi* ile açıklamaktadır. Tutuculuk eğilimi; yatırımcıların süreç içerisinde yeni ve farklı bilgilerle karşılaştıklarında kendi fikir ve inançlarını bu bilgiler ışığında revize etmemekte gösterdikleri dirençtir. Temsil etme kısayolu ise; yatırımcıların yargıya varırken en son, en fazla dikkat çeken ve en olağan dışı görünen faktörlere aşırı ilgi göstermesi ve dağılım popülasyonunun istatistiki özelliklerini göz ardı etme eğilimidir (Ülkü, 2001: 106).

Barberis, Shleifer ve Vishny'nin TYM, eksik-yetersiz reaksiyonu tutuculuk eğilimi, aşırı reaksiyonu ise temsil etme kısayolu ile izah etmektedir (Barberis v.d., 1998). TYM, yatırımcıların kararlarında değişken olarak kullandıkları şirket kârlarının aslında rassal yürüyüş hipotezine uygun bir zaman serisi karakterinde olmasına karşın, tutuculuk eğilimi ve temsil etme kısayolundaki yanlısamaların sonucu olarak yatırımcıların aynı yönde peşpeşe sürpriz performans gösteren şirket kârlarının ilk başlarda ortalamaya dönme karakterinde olacağını, bir müddet sonra da trende gireceğini iddia etmektedir (Barberis v.d., 1998). Markow süreci olarak modellendirilen bu eğilim yatırımcıların düşündüğü değişim algılamasıdır. Yani,

eksik – yetersiz reaksiyonun oluşması yatırımcıların şirket kârlarında bir yöne doğru değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine dair olan inançlarından kaynaklanmaktadır. Aşırı reaksiyon ise yatırımcıların bir trend başladıklarına inandıkları andan itibaren meydana gelmektedir (Barberis v.d., 1998).

Tutuculuk eğilimi ya da muhafazakârlık birçok tanıma sahip olmasına rağmen Edwards'ın tanımı dikkat çekicidir. Edwards (1968) muhafazakârlığı; bireylerin değişimin yeni yüzü karşısında oldukça yavaş davranması olarak tanımlamıştır. Edwards ayrıca, insanların fikrinin bir sıraya bağlı kalarak değiştiğini ifade etmektedir. Barberis v.d. (1998), muhafazakârların yaklaşık iki ile beş arasında değişen sırada yeni bilginin mevcudiyetiyle birlikte var olan fikrini değiştirdiğini bulgulamışlardır (Barberis v.d., 1998).

Tutuculuk eğilimindeki yargı hataları sonucunda yatırımcılar eksik – yetersiz reaksiyon anomalilerine neden olmaktadır. Edwards'ın deneylerinde bulunduğu sonuçlar da bu saptamayı doğrulamaktadır. Yatırımcıların tutuculuk eğilimleri kazanç duyurularını dikkate almamalarına, yani önceden edindikleri bilgiler ışığında oluşan yargılarını sürdürme tutumlarına ve eski bilgilerine bağlanmalarına yol açmaktadır. Bu tutum yatırımcıların yaptıkları yargı hatalarını kabul etmemelerine ve ayrıca önceki kararlarının yanlış olduğu fikrini reddetmelerine neden olmaktadır. Sonucunda yatırımcılar olası bir başarısızlığı da kabul etmeyeceklerdir. Muhafazakâr yatırımcıların bir diğer tutumu; yatırım kararlarını şekillendirecek konulardaki bilgi ve faydalı rakamsal kanıtları yatırım kararı alma aşamasında çok az önemsedikleridir. Görüleceği üzere, muhafazakâr yatırımcılar öncelikle kendi bilgileri ve yargılarına çok fazla güven göstermektedirler (Barberis v.d., 1998). Fakat muhafazakâr yatırımcıların söz konusu aşırı güveni zaman içerisinde piyasaya açıklanan yeni bilgilerle beraber bir azalış eğilimine girecek ve yatırımcının zamanla kendi fikirlerinden vazgeçmesine, ayrıca kendisini yeni bilgiler doğrultusunda gözden geçirmesine sebep olacaktır. Muhafazakâr yatırımcıların tutumunda meydana gelen bu değişim yatırım kararları üzerinde de etkili olacaktır ve fiyatların ortalamaya dönme eğilimi göstereceği beklentisi oluşacağından piyasada eksik – yetersiz reaksiyon durumu ortaya çıkacaktır (Ülkü, 2001: 106-107).

Temsil etme kısayolu ilk olarak Kahneman ve Tversky'nin 1974 yılında yaptığı çalışmayla ele alınmıştır. Temsil etme kısayolu yatırımcıların kesin olmayan

bir durumla karşılaştıklarında bu durum ile ilgili olasılık ya da örneği kesinmiş gibi algılayıp bu olayı kendi tecrübe ettikleri olaylarla örtüştürmeleri ve kendilerinin daha akılcı davranış gösterdiği inancı içerisine girmeleridir. Temsil etme kısayolu yatırımcıların edindikleri bilgiler sonrasında yargı oluşma aşamasında en son ve en fazla göze çarpan, olağan dışı görünen durumlara ağırlık verme eğilimini ifade eder. Temsil etme kısayoluna sahip bir yatırımcı, kesin olmayan bir durumla ilgili ihtimalleri kesinmiş gibi görmekle beraber, eğer mevcut olay ya da durum kendi deneyimleriyle uyuyorsa bu ihtimali çok ciddiye alır ve kendisine dair çok fazla önem atfeder. Temsil etme kısayolu bu karakteristiği itibariyle buluşsal bir eğilimdir (hevristiktir). Söz konusu bu buluşsal eğilim, yatırımcılar tarafından yeni bilginin aşırı değerlendirilmesine ve düşük istatistiksel sonuçları gereğinden fazla önemsenmesine neden olmaktadır (Barberis v.d., 1998). Temsil etme kısayolunu ortaya koyan Kahneman ve Tversky, insanların tercihlerini yaparken tamamen rassal yöntemlerden yararlandığını ortaya koymuşlardır.

Temsil etme kısayolu, ayrıca aşırı reaksiyon anomalisinin varlığı konusunda tutarlı bir delil özelliği taşımaktadır. Şöyle ki; herhangi bir firma uzun bir periyot boyunca kazançlarında istikrarlı bir performans sergiliyorsa ve gerek firma yönetimi gerekse ürünleri ile ilgili dikkat çeken olayların da yardımıyla yatırımcılar firmayı daha yakından takip etmeye başlarlar. Bu süreç sonunda yatırımcılar firmanın potansiyeli ile ilgili bir yönelim içine girebilirler. Temsil etme kısayolu, yatırımcılar açısından firmaya ilişkin pozitif bir genellemeye sebep olacak yanlışlığın oluşmasına yol açarak yatırımcıların normalde alacakları tutumdan daha değişik bir tutum içerisine girmesine neden olabilir. Sonuç itibarıyla belirli bir periyotta kendini yenileyemeyen firmalar Temsil etme kısayoluna sahip yatırımcılar tarafından fark edilmeyebilir. Bu durum yatırımcının kazanç tahminlerinde yanılmasına ve ötesinde piyasada aşırı reaksiyon anomalisine neden olacaktır (Barberis v.d., 1998).

3. GELENEKSEL FİNANS YAKLAŞIMI VE DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMININ KARŞILAŞTIRILMASI

Geleneksel Finans Teorileri Homo Ecomicus olarak adlandırılan insanların kendi fayda ve çıkarlarını düşünerek hareket ettiğini ve kararlarını alırken rasyonel

çizgiden ayrılmadıklarını kabul eden varsayım üzerine kurulmuştur. Davranışsal Finans, Geleneksel Finans Teorisi'ne karşı itirazlar içermekte olan ve son yıllarda ilgi çekmeye başlayan bir alandır.

Davranışsal Finans'ın Geleneksel Finans'a ilk itirazı geleneksel finanstaki rasyonel insan varsayımı üzerinedir. Rasyonel insan Beklenen Fayda Teorisi'nde değinildiği gibi; istatistiğe ve matematiğe önem veren, bu konularda bilgili ve takipçi, yatırımlarından sağlayacağı faydasını maksimize etmeye çalışan ve seçenekler arasından optimum olanını seçen insan modelidir. Davranışsal Finans yaklaşımı insanların rasyonelliğinin kısıtlı olduğunu savunmaktadır. Bu iddianın temeli olarak; insanların karar alma mekanizmalarında bazı kısayollar kullandıklarını, insanların akılla olduğu kadar duygularla da hareket eden sosyal varlıklar olduğunu, ruh hali ve duygularının insanları yönlendirebileceğini, ayrıca insanların diğer insanların tutum ve davranışlarının etkisinde kalabileceğini dayanak olarak göstermektedir. Yani yatırımcılar, yatırım kararı alırlarken, risk ve getiri ile birlikte diğer değişkenleri de dikkate almaktadırlar. Bu değerlendirme sonucunda verilecek olan kararlar, rasyonel insanların vermesi gereken kararlardan farklı olabilmektedir (Bostancı, 2003: 1).

Yatırım kararı verilme aşamasında yatırımcıların karşılaştığı karmaşık problemlerin çözümünün güçlüğü, şirket ve finansal araçlara dair istatistiksel bilgileri takibi ve sonrasında çözümlenmesi gibi güçlüklerden ötürü yatırımcıların rasyonel davranış kalıplarından uzaklaşmalar göstermesi şaşırtıcı değildir. Çünkü; tüm yatırımcılar karmaşık optimizasyon problemlerinin çözümünü yapacak kabiliyete sahip olmayabilir (Bostancı, 2003: 14).

İnsanlar eğer geleneksel finans teorileri varsayımlarında kabul edildiği üzere rasyonel değilse, rasyonellik varsayımının geçerli olmadığı durumlarda veya kaldırıldığı durumlarda, sınırlı rasyonelliğin esas olduğu durumlarda nasıl bir davranış karakteristiğine sahip olacağı davranışsal finansın çalışma alanını oluşturmaktadır.

Davranışsal Finans'ın Geleneksel Finans Modelleri'ne bir diğer itirazı EPH konusundadır. Bilindiği gibi EPH, irrasyonelliği bir yere kadar kabul etmekte, fakat bu irrasyonelliğin piyasaya etkisinin rasyonel yatırımcılar tarafından arbitraj yoluyla yok edileceği iddiasını taşımaktadır. Davranışsal Finans, teoride varsayılan arbitraj

imkânının piyasalarda pek çok zaman geçerli olamayabileceğini, dolayısıyla piyasada yanlış fiyatlamaların oluşabileceğini ifade etmektedir. Davranışsal Finans, piyasaların EPH'nde ileri sürüldüğü gibi etkin olmadığını savunmaktadır. Davranışsal Finans'ın Geleneksel Finans'tan ayrıldığı noktaları saptamak adına geleneksel finansa temel teşkil eden EPH'nin varsayımlarını kısaca hatırlamak faydalı olacaktır:

- EPH'nde menkul kıymetlere dair tüm bilgi fiyatlara yansımıştır. Bu durumda kamuya açıklanmamış herhangi bir bilgi olmadığı için yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak kâr etmesi mümkün olmayacaktır. Fakat yatırımcılar bazen kamuya yansımamış bilgiler doğrultusunda agresif hareketlerde bulunarak kâr elde etme çabasında olabilmektedir (Bostancı, 2003: 12).
- EPH, mevcut bilginin anında piyasadaki fiyatlara yansıdığını ifade etmektedir. Fakat piyasada oluşan eğilimler bazen yeni bir habere karşı görmezden gelme yani eksik-yetersiz reaksiyon şeklinde, bazen de yeni bilgiye aşırı tepki verme şeklinde olabilmektedir. Ayrıca yatırımcılar diğer çeşitli piyasalarda ekstra riske katlanmadan aşırı ya da eksik-yetersiz tepki durumundan yararlanarak yüksek kazançlar elde edebilmektedirler (Barberis v.d., 1998: 311).
- EPH'nde iddia edilenin aksine Davranışsal Finans, piyasada anomali olarak tabir edilen anormallikleri takip etmek suretiyle menkul kıymet getirilerinde meydana gelmesi muhtemel değişikliklerin tahmin edilebileceğini belirtmektedir. Bu durumu örneklendirmek gerekirse; tatil öncesi dönemlerde İ.M.K.B.'de sistematik olarak elde edilen kazanç hali gösterilebilir (Özmen, 1997: 112).

Geleneksel Finans ampirik olmayan yöntemlere dayanan normatif bir bilim kolu olmakla beraber mevcut verilerin piyasanın gerçek durumunun aynası olduğunu ifade etmektedir. Son yıllarda finans alanında yapılan ve deneysel bulgulara dayanan araştırmalar geleneksel finansın birçok varsayımıyla çelişir vaziyettedir. Bu araştırmalar sonucu ortaya çıkan Davranışsal Finans sahip olduğu metodoloji bakımından da geleneksel finansın farklılık arz etmektedir. Şöyle ki; geleneksel

finansla ilgili çalışmalar önce bir model oluşturularak başlatılmakta, ardından deneysel bulgularla bu modelin geçerliliği ve tutarlılığı araştırılmaktadır. Davranışsal Finansla ilgili alanındaki çalışmalar ise; piyasadaki davranış şekilleri gözlenmekte, ardından gözlemler neticesinde davranış biçimlerini anlamlandıran ve sonuçlandıran modeller kurulmaya çalışılmaktadır. Geleneksel finansın normatif ve hipotetik genellemeleri üzerine davranışsal finans, finansal piyasalarda yatırımcıların nasıl hareket etmeleri gerektiğini değil, realitede nasıl hareket ettiklerini ortaya koymaktadır (Bostancı, 2003: 10).

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILAR, FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI VE DAVRANIŞSAL FİNANS KAPSAMINDA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

1. BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM KARARLARI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Bireysel yatırımcılar, kendi nam ve hesapları ölçüsünde finansal aktivitelere katılan ve nispeten küçük çaplı finansal işlemleri gerçekleştiren yatırımcılardır. Profesyonelce ve çoklu katılım gruplarıyla yatırım yapan kurumsal yatırımcılara göre risk algılaması, getiri beklentileri gibi birtakım özellikleri bakımından ayrılan bireysel yatırımcılar, kararlarını genellikle psikolojik ve demografik faktörlerin etkisinde kalarak vermektedir (Karan, 2001: 687). Bu faktörler yatırımcıların kişisel özelliklerinden kaynaklandığı kadar meslek, yaş, cinsiyet gibi sosyal faktörler nedeniyle ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca bireysel yatırımcıların tasarruf alışkanlıkları, servetleri üzerindeki öncelikli amaçları gibi finansal faktörler de yine yatırım kararlarının temelini oluşturmaktadır. Bahsi geçen bu faktörler bireysel yatırımcıların finansal tasarruflara ayıracakları pay, tercih edecekleri finansal yatırım aracı çeşidi, finansal yatırım araçlarını elde tutma süresi, göze alacakları risk seviyesi gibi karar basamakları üzerinde baskı unsuru olabilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu faktörlerin üzerinde durulmakla beraber bireysel yatırımcıların finansal kararlarında etkili olan faktörler; kişisel etkenler, sosyal etkenler ve finansal etkenler olmak üzere 3 grupta ele alınacaktır.

1.1. KİŞİSEL FAKTÖRLER

Bireylerin yatırım kararları üzerinde yer alan faktörler dıştan içe doğru sıralanmış bir çember dahilinde ele alınacak olursa yatırımcılara en yakın çemberin birincil derecede etkili olan kişisel faktörler olduğunu söylemek mümkün olacaktır. Kişisel faktörler; yatırımcının bilgi düzeyi ve ayırdığı zamanı, yatırımcının yaşı,

cinsiyeti ve eğitim düzeyini, meslek ve gelirini, ayrıca kişilik ve ruhsal durumunu kapsamaktadır.

1.1.1. Yatırımcının Bilgi Düzeyi ve Eğitim Durumu

Finansal yatırım ve ekonomi konularında yeterli bilgiye sahip olmayan bireyler gerek piyasada hâlihazırda bulunan bilgileri, gerekse araştırmaları sonucunda elde etmesi muhtemel bilgileri değerlendirmekte yetersiz kalacaktır. Finansal bilgi düzeyinin yetersiz olması veya birikimlerin aktarılacağı alanlarda hiç bilgiye sahip olunmaması bireylerin olası getirilerden mahrum kalması anlamına geldiği gibi, küçük tasarrufların birleşmesiyle oluşan fonların ekonomiye kazandırılmamasına neden olacaktır. Finansal konularda bilgisi olmayan bireyler yatırım yapmak istediklerinde; gerekli bilgileri değerlendirmekten uzak olacak ve bilgi gerektirmeyen veya çok az bilgi gerektiren alanlara ilgi gösterecektir (Usul v.d., 2002: 136). Bilgi eksikliği aynı zamanda yatırımcıların alakasız yatırım alanlarına yönelmesine ve öncelikle ihtiyacı olmayan bilgilere önem atfetmesine neden olabilmektedir. Bilgi açığını aracı kurumlar gibi alternatif yollarla kapatmak isteyen yatırımcılar ise bir bilgi edinme maliyetine katlanmak zorunda kalabileceklerdir.

Bireysel yatırımcılar için bilgi eksikliği veya yetersizliği kadar eğitim düzeyi de finansal kararlar üzerinde etkin rol oynamaktadır. Örneğin lisans ya da lisansüstü eğitim almış bireylerin bilgi düzeyi ve yatırım tercihleriyle ilköğrenim mezunu bir bireyin bilgi düzeyi ve yatırım tercihi farklı olacaktır.

1.1.2. Yatırımcının Yaşı ve Sağlık Durumu

Bireysel yatırımcıların yaşı da yatırım kararları üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin genç bir yatırımcı önündeki yılları hesaba katarak yatırımlarını yönlendirirken daha yaşlı bir yatırımcı kısa sürede beklediği getiriye sağlayacak veya kolay nakde dönüştürebileceği finansal yatırım araçlarını tercih edebilecektir. ABD’de yapılan bir araştırma, bireysel yatırımcıların değerlendirmeleri üzerinde yaşın etkisini incelemiş ve genç ve yaşlı yatırımcıların değerlendirmede farklılıklara sahip olduğunu ortaya koymuştur (Jagannathan ve Kocherlakota, 1996: 1-3):

- Yaşlı yatırımcılar gençlere göre daha kısa vadeli yatırımlara yönelmektedirler. Yaşlı yatırımcıların daha kısa süreli yatırımlara yönelmesinin nedeni; çok fazla zamana sahip olmadıklarını düşünmeleridir.
- Finansal tasarruflar için ayrılan servet düzeyi yaşa göre değişebilir. Genç yatırımcılar yatırımları için varlıklarından daha geniş pay ayırırken yaşlı yatırımcılar daha az pay ayırabilir.
- Tasarrufların yatırıma yöneltmesi çoğu zaman finansal yatırım araçlarının karşılaştırılmasını ve araştırma yapılmasını gerektirebilir. Yaşlı yatırımcıların bu aşamaları göze almakta isteksiz olması kuvvetle muhtemeldir.
- Genç yatırımcılar risk düzeylerini yüksek seviyede tutarken yaşlı yatırımcılar için aynı risk seviyesine çıkmak mümkün olmayabilir. Finansal araçların elde tutma süresi de genç ve yaşlı yatırımcılar için farklılık gösterebilmektedir. Bununla beraber iki grup da az maliyete katlanarak yüksek getiri elde etme peşindedirler.

Ayrıca insanların yaşları göz önünde bulundurularak risk ve getiri tercihlerini anlamlandırmada dört bölümden yararlanılabilir (Karan, 2001: 694). Bu bölümler sırasıyla; biriktirme dönemi, servetini sağlama alma dönemi, harcama dönemi ve ödül dönemidir.

Yaş ile beraber ele alınabilecek bir diğer konu ise sağlık durumudur. Bireylerin hastalıkları sebebiyle nitelikli yaşam süresi bakımından önlerinde uzun sürelerin olmaması halinde bu durum yatırım kararları üzerinde etkili olacaktır.

1.1.3. Yatırımcının Mesleği ve Gelir Durumu

Tasarrufların yatırımlara dönüşebilmesi için bireylerin bir gelire sahip olması gereklidir. Sürekli ve ortalama üzeri gelire sahip olmak isteyen bireyler ülkelerinin ekonomik koşulları içerisinde genellikle hayatlarını idame ettirdikleri meslek ölçüsünde bunu başarabilmektedir. İyi ücret tatmini sağlayan meslekler ölçüsünde bireylerin gelirleri yükselecek ve dolayısıyla tasarrufa ayıracakları pay yüksek olacaktır. Bu aşamada yukarıda sayılan unsurlarla beraber yaşam biçiminin tasarruflar üzerinde etkili olduğunu söylemek gerekmektedir. Öyle ki; lüks tabir

edilen yaşam stilini benimseyen veya mülkiyetine sahip olduğu malları sıklıkla yenileme eğilimi gibi benzeri tüketim alışkanlıklarına sahip olan yatırımcıların finansal tasarrufları için ayırdıkları pay ve finansal kararları bu etkenlerin etkisinde kalabilmektedir. Aksine; tüketim harcamalarını ancak karşılayacak kadar geliri olan bir bireyin ise tasarruf etme arzusunda olsa bile tasarruf yeteneğinin olmayacağı aşıkardır (Aşikoğlu, 1983: 24).

1.1.4. Yatırımcının Kişiliği ve Ruhsal Durumu

Kişilik bireylerin birbirinden ayrılmasında en belirleyici özelliktir. Kişilik; davranış, eğilim ve ilgi alanları ve kabiliyet gibi tutumların bütünleşmesiyle oluşur. Davranış ve tutumların belirleyiciliği kişiliktir ve sürekli olabilir (Altınköprü, 1980: 13).

Finansal yatırım yapacak bireyler kişiliklerinin etkisinde kalabilmektedir. Kişilik, bireylerin risk algısı başta olmak üzere bir çok süreçte etkilidir. Şöyle ki; hırslı bir karaktere sahip olan ve yakın dönemde iyi bir kazanç sağlamış yatırımcı, hırsının etkisinde kalarak daha fazla kazanmak adına normalde ayıracağı paydan daha yüksek pay ayırabilir. Aynı yatırımcı bu yatırımından istediği getiriye sağlayamaz ise bir sonraki yatırımında telafi etmek üzere servetinin önemli bir bölümünü yine tehlikeye atabilir. Tam tersine kaybetmekten kaçınan ve koruma içgüdüsüne sahip bir yatırımcı ise risk algılamasını daha düşük seviyelerde tutacaktır.

Yatırımcıların kişilik yapıları ve ruhsal durumlarının oluşturduğu davranışların finansal kararlar üzerindeki etkisi bu çalışmanın temel konusu olup söz konusu etkenler bir sonraki kısımda detaylı olarak irdelenmiştir.

1.2. ÇEVRESEL FAKTÖRLER

Bireylerin finansal yatırım kararları üzerinde etkili rol oynayan bir diğer unsur ise çevresel faktörlerdir. Çevresel faktörleri; aile, sosyal ve kültürel çevre ve diğer etki grupları şeklinde ayırmak mümkündür.

1.2.1. Aile

Bireylerin bir önceki bölümde birincil derecede etki altında kaldığı kendilerine has faktörlerden başka unsurlar da yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır. Bu anlamda kişisel etkenlerden sonra bireyleri çevreleyen ikinci çember biyolojik bağının bulunduğu ailedir. Bireylerin doğup büyümesi üzerinde yönlendirici etkisi düşünüldüğünde benzer bir etkinin finansal kararlar üzerinde olmayacağını iddia etmek güçtür. Bu bakımdan aile bireylerin kararları üzerinde etkili olmaktadır. Bunun yanı sıra kararların doğrulanma ve tasdiklenme ihtiyacı da aileyi kararlar üzerinde etkili bir faktör olarak ortaya çıkarmaktadır.

1.2.2. Sosyal ve Kültürel Çevre

Kültür kısaca; bir toplumun sahip olduğu ve geçmişten birikimli olarak gelen değerlerin bütünüdür. Bireyler buldukları çevre itibariyle gerek sosyal çevre gerekse kültürel çevrenin etkisinde kalabilmektedir. Sosyal bir varlık olan insan büyüme, çevreye ilgi duyma, iletişim çemberlerini keşfetme ve büyütme, kişiliğini bulma gibi evrelerde yakınında bulunduğu sosyal gruplara dahil olmakta ve kültürel ortamlarda bulunmaktadır. Sosyal ve kültürel gruplar kimi zaman dini, siyasi, sportif unsurlara aidiyetlikler getirebilmekte ve neticesinde kararlar üzerinde etkili olmaktadır.

1.2.3. Diğer Etki Grupları

Bireyler; aile, sosyal ve kültürel etki gruplarının haricinde, etrafında değer atfettiği, kendisine rol model olarak aldığı insan ya da insan gruplarını yatırım kararlarında referans alabilirler. Buna menkul kıymet borsalarında uzun yıllar yatırım yapmış kişilerin tavsiyelerinin aşırı derecede ciddiye alınması ve referans kabul edilmesi gösterilebilir.

1.3. FİNANSAL FAKTÖRLER

Bireyler gelirlerinden ayırdıkları payları finansal tasarrufları ölçüsünde yönlendirirken birtakım finansal amaçları gözeterek karar vermektedir. Bu finansal amaçları; sermayeyi koruma isteği, değer artışı sağlama isteği ve geliri devamlı kılma isteği olarak belirtmek mümkündür.

1.3.1. Sermayeyi Koruma İsteği

Bireysel yatırımcılar finansal aktivitelere katılırken güdüledikleri faktörlerden biri sermayelerinin değer kaybetmemesidir. Ekonomide enflasyon, faiz oranları gibi değişkenler yatırımcıların sermayeleri üzerinde kayıplara yol açabilmektedir. Bununla beraber enflasyon söz konusu olduğu zamanlarda enflasyon artış hızının altında seyreden faiz gelirleri aynı şekilde tasarruf sahipleri için sermaye kaybı anlamına gelmektedir. Enflasyon dönemlerinde paranın satın alma gücünün düşmesiyle faiz oranlarının arttığı gözlenmekte, ayrıca hisse senedi fiyatlarında düşüşler yaşanmaktadır. Diğer bir deyişle; faiz oranlarındaki değişimler ile hisse senedi getirileri arasındaki etkileşim negatif yönlüdür (Usul v.d., 2002: 139). Yakın dönemlerde Türkiye’de hâkim olan yüksek enflasyon oranları yatırımcıların enflasyon artış hızının üzerinde gelir getirecek menkul kıymetlerin neredeyse olmaması sebebiyle büyük sermaye kayıpları yaşamasına neden olmuştur.

1.3.2. Değer Artışı Sağlama İsteği

Yatırımcılar sermayelerini muhafaza etme isteği haricinde kendilerine başka finansal hedefler de belirlemektedirler. Bunlardan biri mevcut sermayelerinin değerini artırarak servet düzeylerini yükseltme arzusudur. Bu durum yatırımcılara riski de beraberinde getirmektedir. Günümüzde yatırımcılar için sermayeleri üzerinde değer artışı sağlayacak finansal yatırım araçları üzerinde en kısa vadede bunu sağlayabilecek olan araç hisse senetleri olarak gözükmektedir. Eğer yatırımcılar orta veya uzun vadede sermayelerine değer artışı sağlamak isterlerse bir başka alternatif kentleşme, devletleştirme veya turizme kazandırma gibi devlet tasarruflarını da

tahmin ederek elverişli alanlarda arsa kazanımına yönelmek olabilir (Aşıkoğlu, 1983: 27).

1.3.3. Geliri Devamlı Kılma İsteği

Yatırımcıların kararları üzerinde etkili olan finansal etkenlerden biri sağlanacak geliri devamlı ve belirli bir düzeyin üstünde tutma isteğidir. Hayat pahalılığı, enflasyon gibi yaşam şartlarını güçleştiren ve satın alma gücünü düşüren ekonomik olaylar bireysel yatırımcıların gelirleriyle günlük yaşamı sürdürmelerine engel olabilir. Bu durumda gelirine ilaveten ek kazanç sağlamak isteyen yatırımcılar arayış içerisine gireceklerdir (Aşıkoğlu, 1983: 27). Tahvil, bono, vadeli mevduat, repo gibi belirli zamanlar için sabit ve sürekli gelir üretecek finansal yatırım araçları böyle zamanlarda yatırımcılar için iyi bir seçenek olmaktadır.

Bu üç finansal etkene ilaveten yatırımcılar arasında portföy riskini düşürme isteği ve finansal varlığın kolaylıkla likiditeye çevrilme faktörünün de yatırım kararları üzerinde etkili olduğunu söylemek yerinde olacaktır.

2. FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI

Bireyler ileride satın alma güçlerini artırmak, refah düzeylerini iyileştirmek, enflasyondan korunmak ve benzeri amaçlarla kazanç sağlayarak mevcut servetlerini büyütme isteğini taşımaktadırlar. Gelecekte elde edilecek kazançlar bireylerin bugünkü gelirlerinden belirli bir kısmından feragat etmeleriyle mümkün olacaktır. Bireyler feragat edecekleri pay ile birtakım faaliyetlere teşebbüs edecekler veya ileride kazanç sağlayacağına inandıkları birtakım finansal araçlara yöneleceklerdir.

“Yatırım” kavramı gerek işletme - ekonomi alanında, gerekse halk arasında sıklıkla kullanılmakla beraber aynı anlamı taşımamaktadır. İktisadi anlamda yatırım; belirli bir dönemde milli gelirden tüketilmeyerek reel kapital stokuna yapılan ek olarak tanımlanmakta ve bu tanımla beraber kazandığı anlam ekonomide sermaye oluşumunu sağlayan önemli faktörlerden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Buna paralel bir tanımla işletme biliminde kullanılan yatırım ise; gelecekte elde edilmesi arzu edilen kazanç veya başka yararlar uğruna kıt kaynakların üretime tahsis edilmesi

olarak tanımlanmaktadır. Bu yatırım kavramını öncelikle nakdi değerlerin tesis mallarına dönüşümü, sonrasında tesis mallarının oluşması, korunması ve yenilenmesine hizmet etmesi kapsamında reel yatırımlar olarak açıklamak mümkündür. Halk arasında yatırım kavramı ise; gelecekte gelir sağlamak üzere mevcut sermayenin belirli alanlara tahsis edilmesi, ekonomik değerlerin kazanç beklentisi ile ilgili alanlara aktarılmasını açıklamakta kullanılmaktadır (Aşıkoğlu v.d., 2011: 3-5). Bu kapsamda bireyler girişimciliklerini kullanarak yeni bir işyeri açabilecekleri gibi birtakım finansal alanlara da pay ayırabilmektedirler.

Bu çalışmada bireylerin ileride kazanç elde etmek amacıyla mali güçlerinden ayırdıkları payları ifade etmek üzere finansal yatırım kavramı kullanılacak ve yatırımcıların faydalandıkları para ve sermaye piyasası araçları döviz, altın, hisse senedi gibi kazanç sağlayıcı unsurlar finansal yatırım aracı olarak ele alınacaktır. Bununla beraber söz konusu finansal yatırım araçları göz önüne alındığında en sık kullanılanlar açıklanmaya çalışılacaktır.

2.1. Yerli Para Mevduat

Mevduat, istenildiği anda veya belirli bir zamanda geri alınmak üzere kullanım hakkından vazgeçilerek gerçek veya tüzel kişiler tarafından finansal kurumlara yatırılan yerli veya yabancı parayı ifade etmektedir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'na göre; Türk parası ve yabancı para mevduatlar; vadelerine ve hesap sahibine göre iki ayrı grupta sınıflandırılmıştır (TCMB, 2002). Buna göre; yatıran (mudi) tarafından istenildiği anda geri çekmek üzere yatırıldığı mevduatlar vadesiz, belirli bir vade sonunda faiziyle ile beraber geri alınmak üzere yatırılanlar ise vadeli mevduat olarak adlandırılmaktadır. Bunun dışında yatırılmış paranın bir müddet önceden yazılı istemle bildirilerek geri alınabilmesi ise ihbarlı mevduat olarak ifade edilmektedir. Hesap sahibi açısından ise; tasarruf mevduatı, resmi kuruluşlar mevduatı, ticari kuruluşlar mevduatı, bankalararası mevduat ve diğer kuruluşlar mevduatı olmak üzere sınıflandırılmıştır (TCMB, 2002). Bankaların yatırımcılarla aralarında oluşan borç – alacak ilişkisini temsil etmek üzere mudilere sözkonusu ilişkiye istinaden düzenledikleri belgelere ise mevduat sertifikası denilmektedir.

Vadeli mevduat yatırımcılar için riski az olan finansal yatırım araçları arasındadır. Enflasyon veya diğer yatırım araçlarının getirileri dikkate alınmadığı durumlarda vade sonunda anaparaya ilaveten faiz kazancı getirmesi yatırımcı açısından vadeli mevduatı gözde yatırım araçlarından biri haline getirmektedir. Türkiye’de mevduatın ve katılım fonlarının sigortalanması konusunda yetki ve görev kamu tüzel kişiliğine haiz Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na aittir. TMSF, bankacılıkta güven ve istikrarı korumak, bankacılık sektöründeki kurumların finansal yapılarını kuvvetlendirmek, gerektiği zaman yeniden yapılandırmak ve bu kurumlardaki tasarruf mevduatlarını sigorta etmek amacıyla kurulmuştur. TMSF kapsamındaki TL cinsinden mevduatların, döviz tevdiat hesaplarının ve tasarruf mevduatı niteliğine sahip altın depo hesaplarının ₺50.000’ye kadar olan kısmı sigorta kapsamındadır.

Bankacılık Kanunu’nun 61. maddesi, belirtilen bazı durumlar saklı kalmak şartıyla mevduat ve katılım fonu sahiplerinin mevduatlarını geri alma hakkının hiçbir suretle sınırlandırılmayacağı şartıyla koruyucu hükümler içermektedir (TMSF, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, 2005: 28). Bankacılık Kanunu’nun 62.maddesi ise mevduatlar için zamanaşımı süresini 10 yıl olarak düzenlemiştir.

2.2. Döviz Mevduat

Döviz, milli para birimi dışında yabancı para ile ödeme yapmayı sağlayan her türlü belge, hesap ve araca verilen ortak isimdir. Kullanımda sıklıkla yapılan hata döviz ile efektifin anlamlarının birbirine karıştırılmasıdır. Efektif, yabancı ülkelerin kâğıt parasıdır. Madeni yabancı paralar efektif tanımında değildir. Efektif, nakil ve saklama maliyetine sahip olması sebebiyle döviz ile aynı değerde olmayabilir. Yerel para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki oransal değeri o ülkedeki döviz kuru anlamına gelir. Bir başka deyişle döviz kuru; bir ülke parasının diğer ülke paraları karşısındaki değerini ifade eder. Bir para biriminin diğer bir ülke para birimine dönüştürülme oranı ise parite olarak ifade edilir ve uluslararası döviz piyasasında temel fiyat olarak kullanılır. Bu bağlamda ulusal para birimlerinin diğer ülke para birimlerine dönüştürülmesi konvertibilite olarak isimlendirilmektedir. Türkiye’de konvertibl sayılan döviz ve efektif türlerini TCMB belirlemektedir. Bir

ülkede konvertibl kabul edilen para birimi diğer bir ÷lkede konvertibl olarak kabul görmeyebilir. Türkiye’de yatırımcıların en çok tercih ettiği finansal yatırım araçlarından olan dövizler Amerikan Doları (\$) ve Avrupa Birliği üye ÷lkelerinin para birimi olan Euro (€)’dur.

2.3. Altın

Bir kıymetli maden olan altın, doğada serbestçe bulunabilmesi ve kolay işlenebilmesi gibi özelliklerinin yanında temsili kıymeti sebebiyle insanoğlunun tarih boyunca zenginlik ölçütü birimlerinden olmuştur. Kavimlerin satın alma aracı olarak kâğıt paraya geçmeden önceki birçok dönemde altın veya muhteviyatında altın bulunan sikkeler günlük hayatta ve ticarete kullanılmıştır. Kıymetli madenler küçük ödemeleri gerçekleştirmek için eritilerek bölünmekte ve gerektiğinde tekrar birleştirilmekte iken, fiziki yıpranma, taşıdığı değerin ağırlığına göre fazla olması gibi sebepler kıymetli metallerin taşıma ve saklama maliyetlerini düşürmekteydi. Kıymetli madenlerden yapılan metal paralar aynı zamanda parayı bastıran kralın veya yetki sahibi otoritenin itibar ve erkini de temsil etmekteydi. Bu sebeple altın ve gümüş başta olmak üzere kıymetli madenlerden yapılan metal paralar uzun süre gerek ödeme aracı olarak, gerekse gücün temsili olarak kullanılmıştır (Keskin, 2010: 14-15).

Tarih boyunca insanların çeşitli nedenlerle altına olan ilgisinin sürmesi ile beraber günümüzde altının bireysel yatırımcılar için halen daha gözde bir yatırım aracı olduğunu söylemek mümkündür. ÷lkemizde uzun süre yastık altı tabir edilen gayri resmi saklama koşullarında muhafaza edilen altın, son yıllarda Maliye Bakanlığı’nın girişimleriyle kayıt altına alınmaya çalışılmakta ve buna paralel olarak bankaların da yastık altı altın tasarruflarını çekebilmek amacıyla gayret sarf ettikleri ve altın hesapları açtıkları gözlenmektedir. Yatırımcılar tarafından uzun vadeli yatırım aracı olarak görülen altının ayrıca kriz ve enflasyon dönemlerinde değerini katladığı görülmektedir.

2.4. Repo

İngilizce repurchase agreement (geri satın alma sözleşmesi), Türkçe kullanımı repo olan finansal işlemler; menkul kıymetlerin tekrar satın almak üzere satımını, ters repo ise menkul kıymetlerin tekrar satılmak üzere alınması olarak açıklanabilir. Halk arasında, hatta zaman zaman yatırımcılar arasında bile karıştırılmakta olan bu kavramı; menkul kıymet satıp fon yaratan açısından repo, diğer taraf için ise ters repo olarak tanımlamak da mümkündür. Buna göre; repo işleminde önce borç para verilerek karşılığında menkul kıymet alınmakta, sonrasında menkul kıymet geri verilirken borç parayı alan, borcunu ek bir faize katlanarak geri ödemektedir. İşleme konu menkul kıymet, alıcıya fiziki teslim edilmemekte, bu işlemler hesaben yürütülmektedir (Büker vd., 2011: 437).

Reponun vadesi tarafların ihtiyaç ve tercihleri göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Repo işlemi kısa vadeli fonların para piyasasına yönlendirilmesi ve piyasalardaki alternatif yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi için önem arz etmektedir. Bununla beraber uzun vadeli menkul kıymetler de repo işlemine konu olabilmektedir. Repo işlemi, her iki tarafa esneklik ve likidite sağlamak ve bu sebeple diğer para piyasası araçlarına göre tercih sebebi olmaktadır.

2.5. Katılım Fonları

Dünyada ve ülkemizde birçok kesim dini inançları nispetinde faiz gelirinden uzak durmaktadır. Bu sebeple faiz getirisi olan klasik finansal araçlardan uzak duran yatırımcıların elindeki fonlar piyasalara kazandırılmamakta ve atıl kalmaktadır. Bu şekilde genel ekonomi ve tasarruf sahipleri açısından atıl olan fonların kazanımı amacıyla zamanla finansal araçlar çeşitlendirilmiş ve bu araçlardan biri olarak katılım fonları ortaya çıkmıştır. Katılım fonları, faizsiz bankacılık ürünlerinden olmakla birlikte, faizsiz bankacılık sistemi çerçevesinde kâr ve zarara katılma ölçüsünde ortaya çıkmış finansal araçlardır. İsminde geçen “katılım” sözcüğü kâr veya zarara katılım esasını temsil eden bir anlam taşımaktadır.

Katılım bankacılığı; topladığı mevduatlar karşılığı faiz veren ve bu mevduatları yine bir faiz karşılığında piyasaya kredi şeklinde plase eden ticari

bankaların aksine mudilerine mevduat için faiz ödemesi yapmamaktadır. Katılım bankacılığı çerçevesinde toplanan fonlar, faizsiz finansal sistem dahilinde ticari veya sınai faaliyetlerde değerlendirilmekte, oluşan kâr veya zarar katılımcılarla paylaşılmaktadır. Katılım bankalarında biriken fonlar, kullanmak isteyenlerin talepleri doğrultusunda malların satıcıdan peşin alınıp talep edene vadeli satılmasıyla temin edilmekte ve neticesinde oluşan kâr günlük olarak ilgili hesaplara dağıtılmaktadır. Fakat örneğin bir satıcı, malını 3 ay vadeli olarak satın aldığı fiyattan daha düşük bir fiyata peşin olarak satarsa aradaki fark faiz olarak değil vade farkı olarak kabul edilmektedir. Başka deyişle; bir katılım bankası müşterisinin talep ettiği malı peşin satın almakta ve müşterisine vadeli olarak satışını yapmaktadır. Peşin mal satın alınması ve malın vadeli olarak müşteriye satımı arasındaki fark katılım bankalarının kârıdır ve bu kâr mevduat sahipleri ile paylaşılmaktadır. Aynı durum zarar durumunda da geçerlidir (Keskin, 2010: 131). Katılım fonları hakkında belirtilmesi gereken bir diğer husus ise; katılım fonlarının yatırımcılarına sabit bir getiri taahhüt etmemesi ve ayrıca TL, Euro ve USD şeklindeki hesaplarda toplanabilmesidir.

2.6. Hisse Senedi

Hisse senetleri, anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin sermaye piyasasından uzun vadeli fon elde etmek amacıyla çıkardıkları, sermayeden payı temsil eden kıymetli evrak niteliğinde senetlerdir. Komandit şirketler ihraç ettikleri hisse senetlerini halka arz ile satamazlar (Büker vd., 2010: 456). Halka açık bir anonim şirkete ya da sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirkete ait hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcılar hisse senedinin değerinde zaman içinde meydana gelen değişikliklerden sermaye kazancı elde ederler.

Hisse senetleri anonim şirketlerin sermayesinin birbirine eşit paylarını ifade etmekte, ayrıca sahibine ortaklık ve mülkiyet başta olmak üzere birtakım haklar sağlamaktadır. Hisse senedinin sahiplerine sağladığı haklar şunlardır (www.imkb.gov.tr, 2012):

- Ortaklık hakkı,
- Yönetime katılma (oy hakkı),

- Kâr payı (temettü) ve kâr payı avansı alma hakkı,
- Rüşhan hakkı (sermaye artırımında yeni pay alma hakkı),
- Bedelsiz pay alma hakkı,
- Tasfiye halinde pay alma hakkı,
- Bilgi edinme hakkı.

Hisse senetleri ülkemizde sahiplerine sağladıkları haklara ve niteliklerine göre; adi ve imtiyazlı hisse senetleri, bedelli ve bedelsiz hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetleri, kurucu ve intifa hisse senetleri, nama veya hamiline yazılı hisse senetleri, oydan yoksun hisse senetleri gibi türlere ayrılmaktadır. Hisse senetlerinin verimlilik ölçüm ve tahlillerinde defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, net aktif değeri, nominal değer, alternatif gelir değeri ve gerçek değer gibi değer tanımlamaları kullanılır (Büker vd., 2010: 457).

2.7. Tahvil

Tahviller; devletin veya anonim ortaklıkların en az 1 yıl ve daha uzun vadeyle, ödünç para bulmak amacıyla, itibari değerleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir (www.imkb.gov.tr, 2012). Bir başka tanıma göre ise tahvil; devlet ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak, orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir. (SPK, 2010: 8).

Tahviller, sahiplerine işletmeye ortaklık hakkı getirmemekte, sadece alacaklılık hakkı tanımaktadır. Türk Ticaret Kanunu (TTK) uyarınca, anonim şirket statüsündeki işletmelerin ve ayrıca bazı iktisadi devlet teşebbüslerinin tahvil ihraç etmelerine izin verilmiştir. İktisadi devlet teşebbüsleri dışında kalan anonim şirket niteliğindeki işletmeler tahvil ihracı ve halka arzı için Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'dan izin almak zorundadır. Halka açık anonim şirketlerin çıkarabilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki sair borçlanma senetlerinin toplam tutarı; genel kurula gönderilen ve bağımsız denetimden geçmiş son bilançoda görülen ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ve yedek akçelerle yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, var ise zararların çıkarılmasından sonra kalan miktarı geçemez (SPK, 1981: Madde:13).

Tahvil İhraç Limiti= (Çıkarılmış / Ödenmiş Sermaye + Yedek Akçe + Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu) – Zararlar.

Yatırımcı açısından bakıldığında tahviller sahiplerine belirli bir faiz geliri sağlar. Bununla beraber tahvil sahibi önceden belirlenen bir dönem için belirlenmiş faiz oranı üzerinden faiz gelirini ve dönem sonunda ise anaparasını geri almayı temin etmiş olur. Tahvil ihraç eden firma, işletme faaliyetleri gözetilmeksizin tahvilin üzerinde yazılı tarihte veya bu tarihten önce borcunu ödemek zorundadır.

Yatırımcılar herhangi bir finansal yatırım aracına yatırım yapmadan önce o finansal yatırım aracının değerini belirlemelidir. Yüksek değerlenen bir finansal yatırım aracının geliri, göze alınan riske kıyasla yetersiz kalabilir ve sonucunda yatırımcısına sermaye kaybı yaşatabilir. Aynı şekilde düşük değerlenen bir finansal yatırım aracının geliri beklenmedik şekilde yüksek olabilir. Yatırım yöneticisi, yüksek değerlenmiş finansal yatırım araçlarından uzak durmak ve düşük değerlenmiş yatırım araçlarından gelir elde etmek arzusu taşıyor ise finansal yatırım aracının değerini yaklaşık olarak tahmin etmelidir (Büker vd., 2011: 418).

2.8. Hazine Bonosu

Hazine bonoları, devletin finansman ihtiyacını karşılamak üzere vadesi 1 yıldan kısa olarak çıkarılan borçlanma belgeleridir. Hazine bonoları, sahibine faiz geliri ve anaparanın geri ödenmesini sağlar. Hazine bonoları faiz geliri sağlamasına rağmen bu gelir faiz ödemesi yoluyla elde edilmez. Bu sebeple kupon ile ihraç edilmezler. Şöyle ki; hazine bonolarının faizi, nominal değer üzerinden iskonto edilerek fiyata yansıtılır ve hazine bonosunun değeri vadeye kadar nominal değere ulaştığında aradaki fark faiz geliri olur. Hazine bonoları vadeleri gelmeden önce nakde çevrilemezler. Hazine bonoları; faiz oranlarının nisbeten fazla olması, ikincil piyasalarının rağbet görmesi, geri ödenmeme riskinin olmaması, teminat olarak kullanılabilmesi gibi avantajları nedeniyle özellikle bankalar tarafından talep edilmektedir (Büker vd., 2011: 461). Bununla beraber büyük ölçekteki özel sektör işletmelerinin kısa süreli finansman ihtiyaçlarını karşılayan bonolar ise finansman bonusu olarak adlandırılmaktadır.

2.9. Yatırım Fonları

Yatırım fonları, 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37.maddesinde; kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanmıştır. Tanımda bahsedilen inançlı mülkiyet; inançlı malikin (mülkiyeti devralan) devredilen eşyayı devredenine çıkarlarına uygun biçimde bulundurma, yönetme, kullanma ve anlaşılan süre sonunda inanan'a geri vermesi yükümlülüğünü ifade etmektedir. Bu süre içinde devir alan mülkiyet üzerinde istediği gibi tasarruf etme hakkına sahiptir (www.spk.gov.tr, 2012).

Yatırım fonları tüzel kişiliğe haiz değildir. Bununla beraber kurucu ile fonun varlıkları ayrı ayrı ele alınmaktadır. Diğer bir deyişle; yatırım fonuna ortak olanlar kurucunun mal varlığı üzerinde hak sahibi değildir. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak fona katılım sağlamaktadır. Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurularak tahvil ve bono fonu, hisse senedi fonu, yabancı menkul kıymetler fonu, kıymetli madenler fonu, altın fonu, değişken ve karma fon gibi 17 değişik yatırım fonu tanımlanmıştır (SPK, 2010: 5).

Yatırım fonları; alanında uzman profesyonellerin piyasaları yakından takip etmesiyle minimum risk ve maksimum getiri hedefiyle işlem yapmak, tek bir finansal yatırım aracının yaratacağı riski farklı finansal yatırım araçlarını portföye alarak dağıtma gibi özellikleri nedeniyle yatırımcılara avantajlar sağlamaktadır.

Bankacılık sektöründe artan rekabet ve agresif satış, pazarlama stratejileri son yıllarda bankaların farklı ürünlerin bileşiminden hazırladıkları yatırım fonlarını pazara sunmalarına sebep olmuştur.

2.10. Bireysel Emeklilik Fonları

Bireysel emeklilik katkı paylarının katılımcılar adına ayrı ayrı hesaplarda muhafaza edildiği ve katılımcılarına emeklilik dönemlerinde ek gelir sağlayarak refah düzeyini artırmayı amaçlayan bir sistemdir.

Ülkemizde sosyal güvenlik reformunun önemli bir kısmını oluşturmak, bununla beraber kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlamak üzere özel emeklilik fonlarının oluşturulması amacıyla hazırlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ve yayımını müteakip 6 ay sonra yürürlüğe konulmuştur. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ayrıca; ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması, ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasını teminen gönüllü katılıma dayalı, belirlenmiş katkı payını esas alarak bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesini amaçlamaktadır. Bu kanun emeklilik şirketlerinin kuruluş, işleyiş ve denetim esaslarını, bireylerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik esaslarını, aracılık hizmetlerini ve bireysel emeklilikle ilgili diğer esas ve usulleri düzenlemektedir (SPK, 2010).

Bireysel emeklilik sistemi; bireylerin katkıları ölçüsünde bireysel emeklilik şirketlerince açılacak hesaplara ilgili katkıların aktarılıp fon alımının yapılmasıyla sağlanır. Sisteme yapılan katkılar şirketlerce riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esasına göre fon emeklilik fonu adı altında fon alımı yapılmasıyla değerlendirilmektedir. Emeklilik fonları; Hazine Müsteşarlığı’nın denetimine tabi olarak kurulan şirketlerce nakit, vadeli, vadesiz mevduat, katılma hesapları, hisse senedi gibi sermaye piyasası araçları, kıymetli maden veya gayrimenkule dayalı finansal varlıklar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri gibi kurulca uygun görülmüş ve kamuya ilan edilmiş para ve sermaye piyasası araçlarında tasarruf edilebilir (SPK, 2010). Emeklilik fonunun tüzel kişiliği yoktur. Emeklilik şirketleri en az 3 farklı risk ve getiri seçeneğine sahip olan emeklilik fonu kurarak katılımcıların beklentileri doğrultusunda yatırım tercihleri sunmaktadırlar.

Yeni Bireysel Emeklilik Sistemi olarak adlandırılan ve 1 Ocak 2013 itibarıyla yürürlüğe girecek olan düzenlemelerle beraber bireysel emeklilik isteminin yatırımcı tabanının genişletilmesi hedeflenmektedir. Getirilen yenilikler arasında bireylerin

katkılarına devletin %25’lik bir ilave yapması gibi bireylerin sisteme katılımını cazip hala getirecek avantajlar bulunmaktadır. Bu yenilikle, sisteme ₺100 aktaran bir katılımcıya %25 oranında devlet katkısı ilave edilmesi söz konusu olacaktır. Bununla beraber sistemden 3 yıl içinde çıkacak katılımcılar devlet katkısından yararlanamayacaktır. 3.yıl sonunda sistemden ayrılan yatırımcılar devlet katkısının %15’ini, 6.yıl sonunda ayrılanlar devlet katkısının %35’ini, 10.yıl sonunda ayrılanlar ise %60’ını alabilecektir. 10 yıl sisteme katkıda bulunan ve 56 yaşını tamamlamış katılımcılar ise devlet katkısının tamamını alabileceklerdir. Yeni düzenlemeler ayrıca daha önce sistemde 10 yılını bitirmeden veya 56 yaşını doldurmadan sistemden ayrılanların birikimlerinden kesilecek stopajın anapara ve getiriden değil, sadece getiriden kesilmesini öngörmektedir.

2.11. Sukuk

Kira sertifikası ya da bilinen adıyla sukuk; varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan bir menkul kıymettir (SPK, 2010). Arapça’da “Sak (vesika, sertifika)” kelimesinin çoğulu olarak kullanılan sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında işlem gören ve faizsiz bankacılık alanına derinlik ve çeşitlilik katması amaçlanan finansal araçlardan biridir. Bilindiği üzere İslam dininde faiz getirisi sağlayan varlıklara izin verilmemiştir. Bu sebeple sukuk, faiz ödenmesine ya da faiz yüklenimine izin vermeyen İslam Hukuku prensiplerine uygun menkul kıymetlerdir ve bir varlığa sahip olarak ondan yararlanma hakkını temsil etmektedir. Bono veya tahvil gibi geleneksel yatırım araçları faiz getirisi veya faiz yüklenimi olan fon kaynakları olmakla beraber, sukuk esas olarak sahiplik hakkı tanıyan sertifikalardır. Ülkemizde faizsiz bono olarak da bilinen sukuk, ayrıca uluslararası piyasalardan fon sağlamak isteyen devlet kurum ve kuruluşları ile özel şirketler ve diğer uluslararası finansal kurumların alternatif finansman aracı olarak kullandığı bir finansal araçtır.

Ortaçağ’da Müslümanlar tarafından ticari faaliyetlerden doğan yükümlülükleri taşıyan bir belge olarak kullanılan sukuk, günümüzde farklı bir

kullanım alanına sahiptir. Arap Yarımadası sermaye piyasalarında bono ve tahviller için senet kelimesi kullanılmakta iken İslami finansman bonolarına sukuk adı verilmektedir. Bir nev'i varlık senedi (securized asset) olarak da tanımlanabilecek olan sukuk için güvence, varlık olmaktadır. Faizsiz bankacılık sisteminde olduğu gibi sukukta da fonu sağlayan kurum / kuruluş temin ettiği fonun nereye kullanıldığı bilgisine sahip olmak istemektedir. Bu sebeple sözkonusu sertifika yani sukuk ihraç edildiğinde işleme konu ticari ilişkinin somut olması ve fark edilebilir bir gerçekliğin olması arzu edilmektedir. Arapların sermaye piyasalarında işlem gören bono ve tahviller için senet, faizsiz vesikalar için sukuk kullanımını yapmalarının temelinde bu ayırım vardır (TKBB, 2012).

Sukukla ilgili bazı özellikleri şu şekilde belirtmek mümkündür (SPK, 2010):

- Sukuk (kira sertifikası) ihracı, bankalar veya kaynak kuruluşlar tarafından kurulan anonim şirketlerce yapılır..
- Bankaların varlık kiralama şirketi kurması BDDK'nın görüşü alınarak yapılır.
- Kira sertifikası sahipleri, kendi tertiplerine ilişkin varlıklardan elde edilen gelirlerde payları oranında hak sahibidirler.
- Kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin vadeleri yönetim kurulu tarafından belirlenir.

3. BİREYSEL YATIRIMCILARI YATIRIM KARARINA YÖNLENDİREN EĞİLİMLER

Finansal bir karar verecek yatırımcı bu kararları alırken birçok faktör ile karşılaşmaktadır. Bu faktörler nispetinde edinilen bilgileri değerlendirmek ve doğru kararları alabilmek her zaman için mümkün olamamaktadır. Yatırımcılar özellikle belirsizlik altında karar almak zorunda kaldıklarında duygularının, içgüdülerinin, önceki tecrübelerinin ve çevrelerinin etkisinde kalabilmektedirler. Bu bölümde bireysel yatırımcıların yatırım kararı verme aşamasında karşılaştıkları ve yatırım kararları üzerinde yönlendirici etkiye sahip bu faktörler ele alınacaktır.

Yatırımcı davranışları göz önüne alındığında karar alma aşamasında en sık görülen hareket tarzlarından biri istatistiksel modellerin ve bilgilerin kullanılması yerine, birtakım kısayolların (hevristik) tercih edilmesidir (Goldenberg, 2004: 131).

Kısayollar, yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ışığında birtakım faktörlerin yatırım kararı aşamasında etkili olması olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar kısayolları oluştururken gayret sarfetmeden, verilerin tamamını değerlendirmeden, alternatifleri tam anlamıyla değerlendirmeden karar almaktadır. Kısayolların yatırımcılara zaman açısından avantaj sağlıyor olsa da bazı önemli bilgilerin değerlendirmeye alınmamasına, yargısal hataların oluşmasına ve ilerleyen dönemde kararlar üzerinde yönlendirici olabilecek yanlışlıkların (eğilimlerin) ortaya çıkmasına yol açabilmektedir.

David Hirshleifer'in 2001 yılında gerçekleştirdiği araştırma yatırımcıların karar verme sürecine ilişkin hataları ortaya koyma açısından betimleyici bir özellik taşımaktadır. Hirshleifer (2001), çalışmasıyla karar verme sürecinde yapılan hataları 4 başlık altında toplamıştır. Sözü edilen 4 başlık; kendi durumunu doğru değerlendirememeye eğilimi, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimler, duygusal eğilimler ve sosyal etkileşimdir (Hirshleifer, 2001: 9-21).

3.1. KENDİ DURUMUNU DEĞERLENDİREMEME EĞİLİMLERİ

Davranışsal Finans'ın ortaya çıkışından önce mevcut iktisat teorilerinde; iktisatçılar, insanların önceden tecrübe ettikleri olumsuz durumlardan kendilerine ders çıkardıklarını, sonraki dönemlerde gerçekleştirecekleri davranışları geçmişte tecrübe ettikleri hataları tekrarlamamak adına dikkatle seçeceklerini kabul etmektedir. Fakat psikoloji alanında yapılan araştırmalar geçmişten ders almanın ve hatalardan öğrenerek gelişim göstermenin her zaman mümkün olmadığını ve insanları birtakım hatalara sevk ettiğini bulgulamışlardır. Bu hataların başında kendi durumunu doğru değerlendirememeye eğilimi gelmektedir. Kendi durumunu doğru değerlendirememeye eğilimi, insanları kötü tecrübelerinden olumlu çıkarımlar yapma anlamında kısıtlamaktadır. Ayrıca insanların içinde buldukları durumu anlayamamaları ve kendilerini buldukları yerden daha farklı bir yere konumlandırmaları, geçmiş hataları tekrarlama yanlısına düşmelerine neden olmaktadır. Kendi durumunu doğru değerlendirememeye eğilimi, bununla beraber insanlarda bazı alt eğilimlerin filizlenmesine sebep olmaktadır. Bunlar; aşırı güven,

aşırı iyimserlik, hataları yanlış değerlendirme ve sonucu bildiğini zannetme eğilimleridir (Hirshleifer, 2001).

3.1.1. Kendine Aşırı Güvenme Eğilimi

İnsanlar birçok durumda bildiklerinden daha fazla şey bildiklerine inanmakta ve kendi beceri ve yeteneklerini normalde olduğundan daha fazla önemseme ve üstün gösterme yöneliminde olabilmektedirler. Bu yönelim kendine aşırı güvenme eğilimi olarak isimlendirilmektedir. Bu bağlamda kendine aşırı güvenme eğilimini; kişinin sezgilerine, kararlarına ve bilişsel yeteneklerine nedensiz ve abartılı inancı olarak özetlemek mümkündür (Pompian, 2006: 51).

Yatırımcılar açısından bakıldığında ise, hatırlanacağı gibi rasyonel yatırımcıların yatırımdan bekledikleri getiri işlem maliyetinden yüksek olduğunda yatırım kararı alacakları bilinmektedir. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar ise; bu durumun dışına çıkarak ellerindeki bilginin normalde olduğundan daha değerli olduğunu düşünmekte ve aynı şekilde yatırımdan bekledikleri getirinin de normalde olduğundan daha fazla getiri sağlayacağını beklemektedirler. Bu sebeple kararlarında yanılmaları mümkün olmakta ve yatırımın beklenen kazancı negatif olsa bile bu yanılımanın etkisiyle yatırım kararı alabilmektedirler. Bu yanılmalar aynı zamanda yatırımcıların işlem adetlerini de artırabilmektedir. Yatırımcıların kendine aşırı güvenmesi ayrıca risk alma konusundaki alışkanlıkların oluşmasında ve mevcut alışkanlıkların yönünün belirlenmesinde de etkili olmaktadır. Rasyonel yatırımcılar riski en küçük düzeye indirmeye çalışırken getirilerini en çoklama (maksimize etme) eğilimindedirler. Kendine aşırı güvenen bir yatırımcı ise seçtiği yatırım araçlarının iyi performans göstereceğinden emindir ve ortada bir risk bile görmeyebilir. Aşırı güven risk düzeyinin hatalı yorumlanmasına neden olabilmektedir. Manglik 2006'da yaptığı bir araştırma sonucunda aşırı güvenin insanlar üzerinde üç farklı şekilde kendini gösterdiğini saptamıştır (Manglik, 2006: 6):

- İnsanlar ellerindeki bilgilerin doğruluğu konusunda kendilerine aşırı güvenmektedirler. Buna örnek olarak; kendisine çok güvenen öğrencilerin tüm soruları doğru yanıtlayacağına dair inançları gösterilebilirler fakat sonuçlar bu doğrultuda olmayabilir.

- İnsanlar birtakım görevleri çok iyi bir şekilde yapacaklarını düşünürler. Bununla beraber belirsizlik, risk gibi faktörlerin de kontrollerinde olduklarını düşünmektedirler. Bu yanlış yatırımcıları olumlu sonuçlar almak için kendi davranışlarının ve bilgilerinin yeterli olacağı kanaatini taşımalarına itebilmektedir.
- İnsanlar kendilerine ilişkin değerlendirme yaparken çoğunlukla hep olumlu açıdan bakmaktadırlar. Bu durum örneğin yatırım kararı verme aşamasında gerçeklikten uzaklaşıp doğru karar sürecinden sapmaya sebep olabilmektedir.

Aşırı güven konusunda yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar insanların bu düşüncelerden sıyrılmasının zor olduğunu göstermektedir. Lichtenstein, Fischhoff (1977), Lichtenstein, Fischhoff ve Philips (1977), Fischhoff, Slovic ve Lichtenstein (1978), Oskamp (1988) ve Grimes (2002) tarafından farklı alanlarda yapılan çalışmalar insanların kendilerine aşırı güveni konusunda olumlu yönde tutarlı sonuçlar ortaya koymuştur.

Finansal piyasalar bakımından ele alınırsa, finansal piyasalarda yatırımcılar bilgi edinmek için mali tabloları incelemekte, piyasada dolaşan dedikoduları takip etmekte, röportajlardan bilgi edinme gayreti göstermekte, kısacası lehlerine kullanabilecekleri tüm bilgileri edinmeye ve kullanmaya çalışmaktadırlar. Yatırımcılar doğal olarak sahip oldukları yeteneklere aşırı güven atfedebilirler. Kendisine aşırı güven duyan yatırımcı başkalarının önemsemediği veya göz ardı ettiği bilgilere fazla önem verebilmekte, bunlardan kendisine ekstra fayda sağladığı kanaati gösterebilmekte ve bu doğrultuda yapabileceği muhtemel hataları küçümseyebilmektedir. Bu bakımdan kendine aşırı güvenen yatırımcıyı; kendi bilgi ve yetenekleri doğrultusunda oluşan sinyalleri aşırı önemseyip diğer yatırımcılar tarafından algılanan sinyalleri ihmal eden kişi olarak ifade etmek mümkündür. Kendine aşırı güvenen yatırımcıların tutumları da piyasalarda aşırı değerlendirilmeye neden olmaktadır (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998: 1841). Odean aşırı güvenin piyasalar üzerindeki etkilerini şu şekilde açıklamıştır (Odean, 1998: 1888):

- Yatırımcıların aşırı güvenden kaynaklanan hareketleri piyasalardaki işlem hacmini artırmaktadır.

- Aşırı güvenli yatırımcıların hareketleri, getirilerde olumlu seri etkileşimlere sebep olarak rasyonel yatırımcı bilgilerine piyasaların yetersiz reaksiyon göstermesine veya olumsuz seri etkileşim ile aşırı tepki durumuna yol açmaktadır.
- Aşırı güven, yatırımcılar açısından beklenen faydayı azaltmaktadır ve aşırı güvenli yatırımcılar portföy çeşitlendirmesinden mahrum kalmaktadır.
- Aşırı güvenli yatırımcılar piyasayı derinleştirmektedir.
- Aşırı güvenli yatırımcıların hareketleri volatilitiyi artırmaktadır.

Aşırı güven konusunda Barber ve Odean (2001)'in gerçekleştirdiği çalışma erkek yatırımcıların kadınlara oranla kendilerine daha çok aşırı güven duyduklarını ve daha fazla kayıp yaşadıklarını ortaya koymuştur. Barber ve Odean bu çalışmaya hipotez olarak erkeklerin kendilerine aşırı güveninden yola çıkmış ve bu sebeple erkek yatırımcıların işlem hacminin fazla olacağını, neticesinde kadın yatırımcılara göre daha fazla zarar etmelerinin muhtemel olduğunu almışlardır. 35.000 hane halkı üzerinde gerçekleştirdikleri araştırma beklentilerini doğrulayan sonuçlarla neticelenmiştir. Çalışmada ortaya çıkan diğer bir sonuç ise; aşırı güven sonucunda artan işlem hacmiyle beraber gerçekleşen alım-satımlar sonrasında satılan hisse senetlerinin ilerleyen 4 aylık getirilerinin yeni alınan hisse senetlerine göre daha yüksek performanslı olduğudur.

Deaves, Lueders ve Schroeder (2005)'in Almanya'da yaptıkları çalışma ise, piyasa tahmini konusunda çalışan uzmanların kendilerine aşırı güvendiğini, doğru tahmin edilerek neticelenen bir başarı halinin daha fazla aşırı güvene neden olduğunu, yanlış tahminin ise tam tersine aynı ölçüde aşırı güvende bir azalmaya neden olmadığı sonucunu ortaya koymuştur.

Statman, Thorley ve Vorkink (2006), Oberlechner ve Osler (2008)'de gerçekleştirdikleri ayrı ayrı çalışmalarda aşırı güvenin hem yatırımcılar hem de döviz piyasası uzmanları arasında pozitif yönde tutarlı sonuçlar verdiğini bulmuşlardır.

3.1.2. Aşırı İyimser Davranma Eğilimi

Aşırı iyimser davranma eğilimi, kişilerin herşeyin kendi istedikleri doğrultuda gerçekleşeceğine ve güzel olacağına dair duydukları inançtır. Aşırı iyimser davranma eğilimi ile insanlar diledikleri, olmasını istedikleri sonucun olma ihtimalini çok yüksek, istemedikleri sonucun gerçekleşme ihtimalini ise çok düşük görmektedirler. Ayrıca insanlar kendilerini, başkalarının gördüğünden çok daha iyi durumda görebilmektedirler ve kötü olayların kendi başlarına gelebileceği konusunda zayıf inanç göstermektedirler. Kötü olayların ve talihsizliklerin genellikle başkalarının başına geleceğini düşünmektedirler. Bu durum olumlu olaylar düşünüldüğünde tam tersi olmaktadır. İnsanlar talihsizliklerle karşılaşma söz konusu olduğunda başkalarından daha şanslı olduklarını kabul etmektedirler. Bu durum psikolojiye gerçekçi olmayan iyimserlik olarak girmiştir. Psikoloji alanında yapılan çalışmalarda ortaya konan sonuçlardan biri; uzmanlık veya kontrol konusunda abartılı algı veya gerçekçi olmayan iyimserliğin insanların normal düşünce özelliklerinden olduğu sonucuna varılmıştır (Taylor ve Brown, 1988: 193).

Yatırımcılar açısından bakıldığında aşırı iyimser davranma eğilimi, gerek yatırım tavsiyelerini gerekse kazanç tahminlerini etkileyebilmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar ve ampirik bulgular analizecilerin kazanç tahminlerine ilişkin aldıkları tutumun aşırı iyimser eğilimler paralelinde olduğunu ortaya koymaktadır. Yatırımcıların ise bu yönde uyarılmalarına karşın aynı eğilimde tavır almaya devam ettikleri görülmektedir.

Aşırı iyimser davranma eğilimi, olacakları önceden bildiğini düşünme ve hataları yanlış değerlendirme eğilimleri ile de alakalıdır. Bu iki eğilim daha sonraki kısımda ele alınacaktır. Fakat kısaca bahsetmek gerekirse kendine atfetme eğilimi; yatırımcıların iyi sonuçları kendine bağlaması, hataları yanlış değerlendirme eğilimi ise; kötü sonuçları şansa ya da başka bir faktöre bağlama tutumu olarak açıklamak mümkündür (Montier, 2002).

Aşırı iyimserlik ile ilgili dikkat çeken bir nokta; son yıllarda bilgi teknolojilerinin gelişimine bağlı olarak bilginin ulaşım hızının artması, ilgili hemen herkese aynı uzaklıkta olması ve işlem hızlarının aynı paralelde gösterdiği sürat faktörüdür. Online işlemler sayesinde yatırımcılar bilgiye çabuk ulaşmakla beraber

hangi finansal ürüne alım-satım kararı vereceklerine dış yönlendiriciler ve portföy yöneticilerinin etkisi olmadan veya daha az olarak karar verebilmektedirler. Bu faktör yatırımcıların kontrolün ellerinde olduklarını zannetmelerine neden olmakta ve ayrıca kendilerine olan güvenleri doğrultusunda iyimser bir eğilim içine girmelerine neden olmaktadır (Nofsinger, 2002).

Bu süreçte bulgulanmış sonuçlardan biri yatırımcıların karar aşamasında sahip oldukları birtakım bilgilerin gerçekte etkisi bulunmamasına rağmen kullanılıyor olmasıdır. Mesela; bir zar hile olmadan atıldığında 1-6 arasında değişen herhangi bir sayının üstte kalma olasılığı $1/6$ 'dır. Fakat atılan bu zar eğer ard arda 3 defa 4 üstte kalacak şekilde düşmüş ise insanların çoğunun müteakip atışta 4 geleceğini düşünmesi kuvvetli ihtimaldir. Fakat rasyonel olarak sonraki atışta 4 gelmesi yine $1/6$ ihtimaldir. Araştırmanın ortaya koyduğu sonuçlardan biri sonraki atışta 4 dışında bir sayı gelmesi ihtimaline inananların sayısının da az olmadığı yönündedir. Her iki durumda da ortaya çıkan ilk 3 atışta 4 gelmesine rağmen sonraki atış için insanların 4 veya 4 dışında bir sayı gelmesine yönelik inançlarının daha çok güven haline yol açtığı durumudur. Bunun neticesinde bir bilgi yanılması olacaktır (Nofsinger, 2002).

Weinstein (1980), yaptığı çalışmada insanların iyi şeylerin kendi başlarına geleceğini düşünürken, talihsiz ve şanssız durumların niye başkalarının başına geleceğine dair hislere sahip olduğunu test etmiştir. Çalışmanın sonucunda Weinstein hipotezini destekler yönde bulgular elde etmiştir (Weinstein, 1980: 806-820).

Masashi ve Megumi (2004) adlı iki araştırmacı yaptıkları çalışmada, Japon kurumsal yatırımcıları ölçüsünde aşırı iyimser davranma eğilimini test etmişlerdir. Yatırımcılara yöneltilen anket sorularında Dow Jones ve Nikkei endeksi üzerinde 1 ay ve 1 yıl sonuna dair tahminler yapılması istenmiştir. Araştırma sonunda ortaya çıkan sonuç; Japon kurumsal yatırımcılarının getiriler üzerinde aşırı iyimser bir beklentiye sahip olmakla beraber tahmin yapılan zaman dilimine yönelik süre uzadıkça beklentiler doğrultusunda aşırı iyimserlik eğiliminin de artmakta olduğudur. Bu çalışmayla ortaya konulan bir diğer bulgu ise; iç ve yabancı piyasalara ait beklentilerdir. Yatırımcılar iç piyasalardaki finansal ürünlerin getirilerine dair daha fazla iyimserlik taşımakta, yabancı piyasalara dair ise aynı oranda iyimserlik

taşınamaktadırlar. Bu iyimserliğin nedeni araştırmacılar tarafından iç piyasalardaki araçların daha aşına olduğu ve ayrıca bu ürünler bakımından bilgi edinme yönünde daha kolay ve daha fazla bilgi edinme şansının olması yönünde açıklanmıştır (Masashi ve Megumi, 2004).

Yang, Markoczy ve Qi (2007)'nin kredi kartı kullanıcıları üzerine gerçekleştirdiği araştırma ise insanların geleceğe dair aşırı iyimserliklerinin kredi kartı edinme tercihleri üzerinde etkili olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır. Araştırmada, ilerleyen dönemler hakkında aşırı iyimserliği olan insanların kendi bütçelerini ilgilendirmeyen özellikleri bile edinecekleri kredi kartı üzerinde özellik olarak talep ettikleri belirlenmiştir. Bu bireyler sonuçtan anlaşılabilen üzere gelecekle ilgili aşırı iyimser olduklarından borçlanma konusunda herhangi bir plana ve öngörüye sahip durumda değildirler (Yang, Markoczy ve Qi, 2007: 170-185).

3.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi

Hataları yanlış değerlendirme eğilimi, başarısızlıklarını kötü şans ve benzeri dış unsurlara bağlaması olarak açıklanabilir. İnsanlar arzu etmedikleri hatalı durumlarla karşılaştıklarında bu durumu kendileri haricinde bir unsurla eşleştirmek istemektedirler. Kendisi dışında bir faktörü kötü sonuçlarla eşleştiren insanlar yaptıkları hatalardan ders almamaktadır ve bu sebeple söz konusu hataları yineleme ihtimalleri yüksektir.

3.1.4. Olacakları Önceden Bildiğini Sanma Yanılgısı

Olacakları önceden bildiğini sanma yanılgısı çok kısa bir şekilde “ben zaten biliyordum” cümlesiyle açıklanabilir. İnsanlar herhangi bir olay olup bittikten sonra genel olarak yaşananları önceden kestirebildikleri konusunda kendilerine güven duymaktadırlar. Bu eğilim tahmin etme, öngöründe bulunma tutumuyla karıştırılmakta, daha ilerisine geçen insanlar yaşadıkları yoğun his ve inanç durumunu bilinç olarak ifade edebilmektedirler. Bu sebeple bu insanlar kendi öngörülerine çok fazla değer atfedebilmekte ve tercihlerinde bu yoğunluğun etkisinde kalabilmektedirler.

Olacakları önceden bildiğini sanma yanılması, insanların bir olayın sonucunu öğrendikten sonra, olayın başından beri o şekilde sonuçlanacağını farkında olmalarıymış gibi hisler taşımalarına neden olmakta ve kendilerine duydukları güveni pekiştirmektedir. Buna günlük hayattan bir spor müsabakasının sonucunu, bir seçim siyasi seçim ortamında ya da örneğin bir yatırım sonucunda oluşacak durumu bildiğini iddia eden insanların durumları verilebilir. Geçmişte neticelenen olaylarda eğer bireyler doğru karar verdiklerini görürlerse bu eğilim doğrultusunda daha cesur tavırlar alabilmektedirler. Örnek olarak bir yatırımcının önceki tercihlerinde doğru tahmin ettiği bir olay sonradan yapacağı tercihlerde gerekli değerlendirmeleri yapmadan sonucu bildiği üzerine bir güven geliştirmesine ve bu paralelde yatırım yapmasına neden olabilmektedir.

Kahneman ve Riepe (1998) sonucu önceden bilme eğilimini iki açıdan sakıncalar yarattığı inancındadırlar (Kahneman ve Riepe, 1998: 5). Bunlardan ilki; olacakları önceden bildiğini sanma yanılması, gelişmeleri tahmin etmenin olduğundan daha kolay olacağı algısının oluşmasına sebep olmakta ve aşırı güveni artırmaktadır. İkincisi ise; özellikle finans piyasalarındaki oyuncuların acı şekilde tecrübe ettikleri üzere, makul görünen bahislerin basit hatalara dönüşüyor olmasıdır.

Pompian (2006)'ın yapmış olduğu bir araştırma bu yanılma eğiliminin birçok farklı meslek grubunda insan davranışları üzerinde etkili olduğunu belirtmektedir (Pompian, 2006: 199).

Fischhoff (1975) ise iki varsayım üzerinden olacakları önceden bildiğini sanma yanılmasını açıklamaya çalışmıştır:

- Herhangi bir olay üzerine hazırlanan bir gerçekleşme olasılığının rapor edilmesi gerçekleşme olasılığı algısını kuvvetlendirmektedir.
- Sonuçlara dair bilgilendirilen insanların çoğu, algılarının değiştiğini fark etmemektedirler.

Fischhoff (1975), insanların bu eğilimini ölçmek amacıyla katılımcılara ansiklopedi ve almanaklardan faydalanarak bir olaydan bahsetmiş ve sonuçlar üzerine tahminlerini almıştır. Tahminler yapıldıktan sonra doğru cevaplar katılımcılara iletilmiş ve bu sefer kendi cevaplarını tahmin etmeleri istenmiştir. Ortaya çıkan bulgular insanların kendi bilgilerine çok fazla güvendikleri ve hatalarını

unuttukları yönünde olmuştur. Olacakları önceden bildiğini sanma yanılığına sahip bireyler geçmiş tecrübelerinden ve hatalarından ders çıkarma konusunda sorun yaşamaktadırlar.

Finansal piyasalar dikkatle incelendiğinde yatırımcıların bu eğilim konusundaki yanılığları yaşadıkları görülmektedir. 1998-2003 arasında A.B.D. hisse senetleri piyasasında yatırım yapan yatırımcılar 1998-1999 arasında piyasanın şişmekte olduğunu görememişler ve ortalama getirinin üzerinde kazanç elde etme isteklerini korumuşlardır. 2003'ten itibaren ise piyasanın şiştiği görülmüş ve Greenspan'ın tabiriyle "akıl almaz yükseliş" çok önceden fark edilerek buna göre pozisyon kapma çabasına girmişlerdir (Pompian, 2006: 201).

Biais ve Weber (1998), olacakları önceden bildiğini sanma yanılığında olan yatırımcıların varlık getirileri düşünüldüğünde gerçekçi olmayan beklentilere sahip olduklarını, volatiliteye dair sağlıklı gözlemler yapamadıklarını ve geleceğe dair okuyamadıkları gelişmeler karşısında gereken tedbirleri almakta geç kaldıklarını ifade etmişlerdir (Biais ve Weber, 1998). Bu gözlemlerini doğrulamak için Londra ve Frankfurt'ta çalışmalar yapan bu iki araştırmacı yatırım bankacıları üzerinde yaptıkları araştırmada banka personelinin büyük oranda önceden biliyordum yanılığına düştüklerini ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar ilave olarak daha fazla deneyim ve bilgi sahibi sayılabilecek personelin de aynı yanılığı taşıdıklarını, ayrıca yüksek performans sahibi personelin ise bu yanılığı deneyimli personel kadar yoğun yaşamadıklarını ifade etmişlerdir (Biais ve Weber, 1998).

3.1.5. Kendini Doğrulatma Eğilimi

İnsanların sahip oldukları bilgiler ölçüsünde etraflarında kendi bilgi ve inançlarına benzer bilgiler araması, eriştiği yeni bilgilerle kendi bilgilerinin çatışması durumunda yeni bilgileri ihmal etmesi olarak tanımlanabilecek olan doğrulama eğilimi, insanların tercihlerinde seçicilik yapması şeklinde de ortaya çıkabilmektedir. Seçicilikle beraber insanlar çevrelerindeki gelişmeleri yalnızca kendilerinininkiyle örtüştüğü zaman dikkate almaktadır ve bu şekilde bir doğrulama çabası içerisine girmektedir. Kendi bilgileriyle çelişecek gelişmelerin göz ardı edilmesi, değişimin kaçınılmaz olduğu durumlarda bireylere dezavantaj yaratan bir durumdur.

Kendini doğrulatma eğilimi için verilen bilgiler ve yapılan tanımlardan kendini doğrulatma eğilimi ve tutuculuk eğiliminin anlamca birbirlerine yakın olduğu görülmektedir. Aralarında anlam olarak bir benzerlik olmasına rağmen tutuculuk eğilimi; yatırımcıların yeni bilgiyi göz ardı etmesiyle yetersiz reaksiyona yol açmakta, doğrulama eğilimi ise; yatırımcılar açısından mevcut bilgiler yönünde meydana gelen gelişmelerin dikkate alınmasıyla beraber düşük reaksiyona neden olmaktadır (Dave ve Wolfe, 2003: 5-7).

3.1.6. Tutuculuk Eğilimi

Tutuculuk, “özellikle siyasal ve toplumsal düzeni olduğu gibi sürdürme görüşü, tutumu, anlayışı, muhafazakârlık” olarak tanımlanmaktadır (Türk Dil Kurumu, 2012). Greenwald ise tutuculuğu; var olanı korumaya dönük arzu olarak ifade etmiştir (Greenwald, 1980: 606). Philips ve Erwards’ın 1966’da yaptığı araştırma katılımcıların olasılıkları, yeni kanıtlar ışığında gözden geçirip geçirmediklerini, mevcut görüşlerini taze bilgilere göre güncelleyip güncellemediklerini belirlemeye yönelik gerçekleştirilmiştir. Deney, olasılıkların güncellenmesine dair tek doğru cevap olacak şekilde kurgulanmıştır. Çalışmanın sonucunda katılımcıların karşılaştıkları duruma dair olasılıkları yeni bilgilerle beraber doğru şekilde tekrar değerlendirdikleri fakat yeterince değerlendiremedikleri bulgulanmıştır. Buradan insanların yeni bilgiye yetersiz reaksiyon gösterdiği sonucu çıkarılabilir.

Griffin ve Tversky (1992) ise bireylerin kanıtın gücüne ve ağırlığına göre düşüncelerini değiştirdiklerini ifade etmişlerdir. Yani bireyler, kanıtın gücü ile dikkat çekicilik ve kesinliğe, kanıtın ağırlığı ile güvenilirlik ve öneme göre fikirlerinde değişiklik yaşamaktadırlar. Bir örnekle açıklamak gerekirse; bir madeni paranın tura gelecek şekilde hatalı olduğu ortaya konulmak istenirse; turaların yazı tarafına göre oranı kanıtın gücünü, atış sayısı da kanıtın güvenilirliğini belirtecektir. Griffin ve Tversky (1992), bireylerin düşüncelerini yeni bilgiler ışığında gözden geçirirken güvenilirlikten çok güce önem verdiklerini iddia etmişlerdir. Bu örnekten yola çıkarak Griffin ve Tversky, bireylerin tura oranlarına bakarak deneme sayısını göz

ardı ettiğini ve paranın hileli olduğunu düşündüklerini ifade etmişlerdir (Griffin ve Tversky, 1992: 411-435).

Tutuculuk eğilimi davranışsal finans bakımından ele alındığında, yatırımcıların yatırım tercihinde bulunması aşamasında yeni bilgiler doğrultusunda kendi fikir ve inançlarını yenilemede ağır kalması olarak tarif edilebilir. Tutucu yatırımcıların yeni bilgiler doğrultusunda ağır ve yavaş kalması finansal piyasalar nezdinde sapmalar meydana gelmesine neden olmaktadır. Tutucu yatırımcıların eksik tepkisinin sebebi ise piyasada o an bulunan yeni bilginin kalıcı olmadığını düşünmeleridir. Barberis, Shleifer ve Vishny bu durumu yatırımcıların sahip oldukları bilgileri ve ilaveten yeni bilgileri bir bütün olarak bir araya getirip yeni gelir düzeyi elde edememe başarısızlığı olarak ifade etmişlerdir (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998: 315). Fakat söz konusu araştırmacılar kendini yeni bilgiye göre yenileyemeyen yatırımcıların bu tavrının aşırı güven eğiliminden kaynaklanmakta olabileceğinin de altını çizmişlerdir.

3.2. BİLGİ VE İLETİŞİM KAYNAKLI EĞİLİMLER

Psikoloji alanında yapılan çalışmalarda ortaya çıkan bir durum da insan beyninin bilgiler yoluyla aldığı sinyalleri birtakım kısayollar (hevristik) kullanmak suretiyle analiz ettiği ve analiz sürecini kısalttığını ortaya çıkarmıştır. Kısayollar sezgisel hesap yöntemi olarak da isimlendirilmekte olup analiz sürecini kısaltır ve değerlendirme yaparı doğru sonuç olmasa bile doğru sonuca yakın bir noktaya götüren bir eğilimdir. İnsanlar çoğunlukla farkında olmadan karar verme, sorun çözme gibi süreçleri kısayollar vasıtasıyla basitleştirmektedirler. Kullanılan kısayollar vakitten tasarruf etme anlamında avantaj sağlamasına rağmen, tüm bilgilerin değerlendirme süzgecinden geçirilememesi itibariyle hata yapma ihtimalini de artırmaktadır.

Yatırımcılar açısından da benzer bir süreç söz konusudur. Finansal piyasalarda rol alan pekçok yatırımcı kararlarını alırken finansal araçlara ilişkin bilgileri erişmeleri kolay ve basitleştirdikleri kısayollar yardımıyla değerlendirmeye almakta, sonrasında önceki deneyimlerini dahil ederek yanlış ve hatalı kararlar alabilmektedirler. Bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimlerin en sık rastlanılan ve

literatürde üzerine en çok araştırma yapılanları; temsil etme kısayolu, çerçeveleme yanılığsı, zihinsel sınıflandırma kısayolu, demirleme ya da referans noktası alma eğilimi, akla geliş kolaylığı eğilimi, kayıptan kaçınma eğilimi, bilişsel çatışma ve talih oyunları yanılığsı olarak sıralandırmak mümkündür.

Aronson (1992), insanların kısayolları kullanma ihtiyacı hissetme nedenini 4 faktör altında toplamıştır (Aronson, 1992: 137):

- İnsanlar çok fazla bilgiye maruz kaldığında bunları işleme kapasitesi azalmakta, kısayollar öne çıkmaktadır.
- Şans ile ilişkilendirilen durumlara istinaden zihinsel süreçlerin uzamaması istenmektedir.
- Karşılaşılan problemin çözümüne ilişkin süre kısıtı olduğunda kısayollar oluşmaktadır.
- Bilginin miktarı kısayolların oluşması aşamasında önemlidir. Bilgi yetersiz iken de kısayollar kullanılmaktadır.

3.2.1. Temsil Etme Kısayolu

Temsil etme, karar verme aşamasında insanların son gerçekleşen ve en dikkat çeken faktörlere eğilim göstermesi sonucunda ortaya çıkmaktadır (Ülkü, 2001: 101-132). Temsil etme eğilimindeki bireyler küçük sayılar kanunundan hareketle karar vermektedirler. Küçük sayılar kanunu; popülasyondan çekilen küçük bir örneklemin popülasyonu büyük oranda temsil etmesi olarak açıklanabilir. Bu eğilimdeki bireyler popülasyonu temsil ederek seçilen küçük bir örneklem doğrultusunda yapacakları çıkarımları genelleştireceklerdir (Barak ve Demireli, 2006: 100).

Örnek olarak bir finansal aracın son 2 yıl içinde ortalamanın üzerinde kazandırmış olduğunu gören bir yatırımcının bu örnekleme dayanarak o yatırım aracının ilerleyen dönemde de yüksek bir performans göstereceğini düşünmesi verilebilir. Bu yatırımcı son 2 yıl için bilgi sahibi olduğu ve ortalama üzeri getiri sağlayan finansal ürüne dair söz konusu performansın o ürünü temsil ettiğine inanarak yanılığa düşebilir. Küçük sayılar kanunu bu yatırımcı için çıkış noktası olmuştur. Buna rağmen rakamsal çıkarımlarda bulunabilmek ve istatistiki açıdan sonuçlar üretmek adına veriler yetersizdir (Bostancı, 2003: 20).

Yatırımcılar açısından temsil etme kısayolu ayrıca; iyi hisse senetleri ile iyi şirketleri eşleştirmeleri ve toplam getirilerine bakılmaksızın büyük şirketlerin hisse senetlerini tercih etmelerini de ifade etmektedir. Bu durumda yatırımcılar büyük şirketlere dair getirinin de büyük olacağını beklemektedirler (Nofsinger, 2001: 114). İyi şirket kavramından anlaşılması gereken, yüksek gelirleri olan, satışlarını istikrarlı bir şekilde artıran, yönetimi güçlü bir şirkettir. İyi hisse senedi ise öbür hisse senetleri ile karşılaştırıldığında fiyatı daha süratli artan hisse senedir. Şirketin iyi bir şirket kabul edilmesi o şirketin hisse senetlerine yatırım yapılması gerektiği anlamına gelmemektedir. Fakat yatırımcıların sık düştüğü hatalardan biri olarak iyi şirketlerin hisse senetlerinin getirisinin büyük olacağı algısı söz konusu olmaktadır. İyi şirket kabul edilmeyen şirketlerin de çoğu zaman iyi getiriler sağladığı görülmektedir. Temsil etme eğilimini taşıyan yatırımcıların bu yanılsama ile birlikte yanlış veya hatalı kararlar alabildiği bir gerçektir.

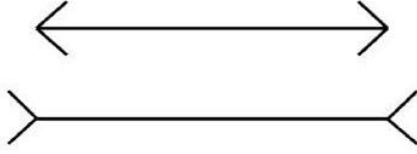
Yatırımcıların küçük örneklerin etkisinde kalarak önceki dönemlerde büyüyen şirketlerin hisse senetlerinin büyümeye devam edeceğine dair öngörülerini de bir yanılsama oluşturmaktadır. Fakat gerçekte çok az şirket sürekli bir büyüme sağlayabilmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar bu çaptaki şirketlerin hisse senetlerinin uzun vadede ortalama değerine geri döndüğünü, hatta değer kaybedebildiğini ortaya çıkarmaktadır. Bu durum daha önce değinildiği gibi aşırı tepki durumunu oluşturmaktadır.

3.2.2. Çerçeveleme Yanılgısı

Çerçeveleme yanılgısı ya da eğilimi, bireylerin karar alma aşamasında aynı sorunun farklı biçimde izah edilmesini / çerçevenmesini farklı şekilde algılaması ve farklı şekilde tepkiler vermesidir (Pompian, 2006: 237).

Çerçeveleme yanılgısına altta şekilde görüldüğü gibi optik yanılsamalar da yol açabilmektedir.

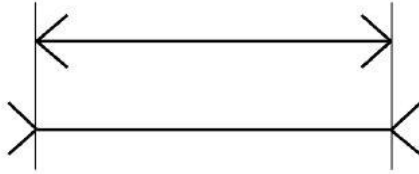
Şekil 3. Çerçeveleme yanılıgına ilişkin optik yanılsamalar - 1



Hangi çizgi daha uzundur? (Pompian, 2006: 238)

Bireylere bu iki şekil sunularak hangi çizginin daha uzun olduğu sorulduğunda çoğu insan optik yanılsamaların etkisinde kalarak alttaki şeklin daha uzun olduğuna dair cevaplar vermiştir. Şekile dikkatli bakıldığında iki çizgi de eşit uzunluktadır.

Şekil 4. Çerçeveleme yanılıgına ilişkin optik yanılsamalar – 2



Hangi çizginin daha uzun olduğunun gösterimi (Pompian, 2006: 238)

Kahneman ve Tversky (1986)'da bu yanılgıyı test etmek için tedavi seçenekleri üzerinde karar vermek zorunda olan insanlar üzerinde araştırma yapmışlardır. Araştırmacılar katılımcılara tedavi şekillerine dair biri hayatta kalma olasılığı rakamlarıyla, diğeri ölüm olasılığı rakamlarıyla çerçevesenmiş senaryolar sunmuşlardır. Çalışma sonunda araştırmacılar katılımcıların çerçeveleme yanılgısının etkisinde kaldıklarını bulmuşlardır (Kahneman ve Tversky, 1986: 251-278).

Finans alanında benzer seçimler yapmak durumunda olan yatırımcılar da benzer yanılsamalara kapılabilmektedirler (Pompian, 2006: 242). Örnekleme gerekirse; benzer olan A ve B portföyleri arasında yatırım kararı vermek zorunda olan bir yatırımcı A portföyünün %70 oranında faydalı olduğunu, B portföyünün ise %30 oranında faydalı olmadığını öğrenmiş bulunsun. Bu durumda yatırımcı A

portföyüne dair olumlu bir çerçeve çizildiğinden ötürü yatırım kararını A portföyü için alacaktır.

Çerçeveleme yanılığının bireysel yatırımcılar üzerindeki etkisini inceleyen Kumar ve Lim (2007), yatırımcıların portföy farklılaştırması yapmayı tercih etmediklerini ve muhtemel kârlardan faydalanamadıklarını ortaya koymuştur. Kumar ve Lim (2007) ayrıca, bu etkiyi taşıyan yatırımcıların kazanan yatırım araçlarını fazla elinde tuttuğunu, kaybeden yatırım araçlarını ise satmakta geç kaldıklarını ve zarar ettikleri hususunun altını çizmiştir.

3.2.3. Zihinsel Sınıflandırma Kısayolu

İnsanların kullandığı zihinsel sınıflandırma kısayolunu işletmelerin nakit akışını izlediği bir nakit akış tablosuna veya gelir giderlerini kontrol altında tutmak için tuttıkları herhangi bir finansal tabloya benzetmek mümkündür. İnsan beyni de tıpkı bu sitemlerde olduğu gibi kararlarını ve sonuçlarını ayrı ayrı açtıkları zihinsel hesaplarda tutmaktadırlar. Bu bağlamda alınan her kararın maliyet ve faydası ilgili hesapta yer almaktadır (Nofsinger, 2004: 15).

Bireyler günlük yaşamlarında normal gelişimlerini gerek ekonomik gerekse ekonomik olmayan konularda muhakemeler yaparak, neden-sonuç ilişkisi içerisinde sürdürür ve kararlarını bunun sonucunda verirler. Örneğin; konut satın alma düşüncesinde olan ve bunun için para biriktiren bir birey düşünelim. Bu birey aynı zamanda bir de taşıt almak istemektedir. Bankada tuttuğu birikimi için elde ettiği faiz, araba için kullandığı kredinin faizinden az olmasına rağmen bu kişi muhtemelen ev için ayırdığı birikimini araba için kullanmayı düşünmeyecektir. Bunun sebebi bu kişinin her bir tasarruf düşüncesini zihninin alt hesaplarında bu şekilde tutuyor oluşudur.

Literatüre bakıldığında zihinsel sınıflandırma kavramı Thaler tarafından ortaya atılmıştır (Pompian, 2006: 171). Thaler (1999) zihinsel sınıflandırmayı, bireylerin ve hane halkının finansal olayları düzenlerken, muhakeme ederken ve hesaplarken kullandıkları bilişsel operasyonlar olarak ifade etmiştir (Thaler, 1999: 183-206).

Thaler (1999), zihinsel sınıflandırmayı 3 aşamaya ayırmaktadır. Bunlardan ilki; sonuçların nasıl yorumlandığı ve kararların nasıl alındığı, ikincisi; belirli faaliyetlerin belirli alt hesaplara atanması ve üçüncüsü ise; hesapların değerlendirme frekansı ile ilgilidir. Bu değerlendirme frekansı günlük, aylık, yıllık ve benzeri periyotlarla olabilmektedir.

Thaler'in bu konudaki ilk çalışmaları yapmasına karşın konu hakkındaki çoğu uygulamayı Kahneman ve Tversky'nin yapmış olduğu görülmektedir. İki araştırmacı zihinsel sınıflandırmaya dair şöyle bir örneklem vermişlerdir (Kahneman ve Tversky: 2000: 241-269):

Bir aktivite için 40\$ karşılığında bir bilet alıyorsunuz ve izlemek üzere evden çıkıyorsunuz. Etkinlik yerine vardığınızda bileti bulamıyor ve kaybettiğinizi anlıyorsunuz. Bu durumda bir 40\$ daha ödemeyi göze alabilir misiniz? Bir diğer senaryo olarak etkinlik biletini gişeden alacağınızı düşünün. Satış ofisine geldiğinizde bilet satın almak için ayırdığınız paradan 40\$ eksik olduğunu fark ediyorsunuz. Bileti yine de satın alırsınız mı? Yani ister bilet kaybolmuş olsun isterse 40\$ kaybedilmiş olsun etkinliğe katılmanız durumunda her iki durum için 80\$ kaybetmiş olacaksınız. Fakat etkinlikten ayrılıp eve dönmeyi tercih ederseniz kayıp 40\$ olacaktır. Kahneman ve Tversky bu çalışmayla çoğu insanın kaybolan bilet için yenisini almakta istekli olmadığını fakat eksik olan 40\$ yerine bir 40\$ daha ödemeye istekli olduklarını ifade etmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 2000: 241-269). Bu senaryoyu zihinsel sınıflandırma eğilimine uyarlıyorsak yukarıdaki deney sonucunun anlam kazanması daha kolay olacaktır. İnsan beyninde alt hesaplara ayrılmış bölümler bu durumda kaybedilen 40\$ için önceye dair hiçbir kayıt yapmamıştır. Geleneksel finans teorilerinde rasyonel kabul edilen insanlar seçimlerinden önce fayda-maliyet analizi yapmaktadırlar ve geçmiş maliyetlerle ilgilenmemektedirler. Fakat her ne kadar rasyonel olmasalar bile insanlar kararlarında geri dönülemez maliyetleri önemsemektedirler. Bu tutum batık maliyet etkisi (sunk cost effect) olarak tanımlanmaktadır (Nofsinger, 2004: 83). Yukarıdaki örnekte etkinliğe katılma ya da katılmama tercihi batık maliyetle ilgilidir.

Zihinsel sınıflandırma kısayolu ile ilgili ele alınan çalışmalar yatırımcıların farklı farklı olayları ve değerlendirme süreçlerini farklı zihinsel alt hesaplarda tutması ve muhakeme etmesi yatırım kararlarında portföy anlayışlarını

zayıflatabilmektedir. Zihinsel sınıflandırma kısayolu ayrıca rasyonel tercihleri sınırlamakta ve yatırım verimliliğinin azalmasına sebep olabilmektedir.

3.2.4. Demirleme / Referans Noktası Belirleme Eğilimi

İnsanlar yeni bilgiler edinmelerine rağmen tepkilerini bu yeni bilgiler doğrultusunda bazen güncel hale getirememektedirler. Kahneman ve Tversky (1974), insan beyninin karışık durumlarla karşılaştıklarında sorunları çözerken bir yola çıkma noktası (referans noktası) belirlediğini, ilave bilgilerle beraber söz konusu referans noktasını düzelttiklerini belirlemiş ve bu durumu demirleme eğilimi olarak isimlendirmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 1974: 1128).

İnsanlar referans noktasını belirlerken çoğunlukla geçmişteki gözlemlerinden ve deneyimlerinden yola çıkmaktadırlar. Referans noktası, sorunun formülasyonunu oluşturmakta veya hesaplara dayanmaktadır. Her iki durum için de insanların yapacağı düzeltmeler yetersiz kalmaktadır.

Kahneman ve Tversky (1974)'nin araştırması insanların tahmin yapacakları zaman kolay hatırlanabilir rakamları referans noktası yaparak ve bu noktadan hareket ederek tahminlerini aşağı ya da yukarı yönlü yaptıklarını doğrulamıştır. Çalışmaya konu olan örneklemelerden biri; kendilerine verilen $2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ işleminin sonucunu tahmin etmeleri sorusuna deneklerin verdiği yanıtlardır. İlk grup deneklerin ortalaması 512'dir. İkinci grup deneklere ise rakamlar tersten sıralanarak $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2$ şeklinde sunulmuş ve yine sonucu bulmaları istenmiştir. İkinci grubun tahmin ortalaması 2250 çıkmıştır. Görüldüğü üzere denekler kendilerine verilen sorunun sadece ilk kısmını dikkate alarak sonuca gitme çabası göstermişlerdir.

Demirleme eğilimi, özellikle insanların pazarlık sürecinde dahil oldukları bir eğilimdir. Günlük hayatta pek çok ticaret işleminde örneklendirilebilecek bu duruma göre; satıcılar alıcılara ilk etapta yüksek bir fiyat vermektedir. Sonrasında fiyat yavaşça düşürülmekte ve alıcılar bir fiyatta kalmak istemektedirler. Bu nokta demirleme eğiliminin ağır bastığı noktadır. Bu nokta ve altındaki her kademe fiyat alıcı için gözden çıkarılabilir fiyatı temsil etmektedir ve bu nokta satıcı için kârlı bir alışverişe imza attığının psikolojik duvarıdır. Fakat menkul kıymetler göz önüne

alındığında bu eğilim menkul kıymetin hatalı fiyatlamasına da yol açabilmektedir. Şöyle ki; yatırımcılar yüksek kâr elde ettiğini açıklayan bir şirketin hisse senetlerine düşük tepki gösterebilirler. Bu, bir önceki kısımda bahsedilen durumla benzerlik göstermekle birlikte yatırımcıların şirketin önceki dönem kârlılığına endekslenip o performansa demirlemeleri anlamına gelmektedir. Bu durum tam tersi halde değeri düşen hisse senetlerine yatırım yapma eğilimini de beraberinde getirebilir. Yani yatırımcılar değeri düşen hisse senetlerini daha düşük fiyattan alabileceklerini düşünmekte, bu durumu bir fırsata çevirme amacı güdebilmektedirler.

Sonuçta, hisse senedi eğer kısa süren bir dalgalanmanın etkisini taşıyarak fiyatında düşüş yaşıyorsa yatırımcılar bu hisse senedini düşük fiyattan aldıkları için şanslı olacaklardır. Fakat bu düşüşün sebebi şirkete ait dalgalanmalardan kaynaklanıyorsa yatırımcılar yanlış bir yatırım tercihinde bulunmuş olacaklar ve dolayısıyla zarar edeceklerdir.

Gruen ve Gizyoki, bu eğilimi ülkelerin para birimleri bağlamında risk primi ve faiz oranı ile açıklanamayacak değer farklılıklarının, bazı yatırımcıların ülkeler arasındaki faiz oranı değişikliklerine geç yanıt vermesinden, bunun da geçmişteki oranları referans noktası kabul edilip bu noktaya bağımlı kalmalarından kaynaklandığını ifade etmiştir (Montier, 2002: 12). Hisse senedi piyasası açısından bakıldığında yatırımcılar açısından referans noktası farklı çalışmamaktadır. Yatırımcılar hisse senedi yatırımlarından önce mevcut bilgileri bazında bir referans noktası belirlemekte ve bu noktaya odaklanmaktadır. Ekonomik şartlar ve şirketin ekonomik performansı değişse bile satış için daha önce belirlenen referans noktası aranmaktadır.

3.2.5. Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi

Finans dünyasında ilk Kahneman ve Tversky (1974)'nin çalışmasıyla ele alınmaya başlayan akla geliş kolaylığı eğilimi (mevcudiyet eğilimi) finansal piyasalarda en sık karşılaşılan yatırımcı eğilimlerinden biridir. Akla geliş kolaylığı, “herhangi bir olgunun olasılığını veya frekansını belirlemek amacıyla söz konusu olay ile ilişkili örneklemelerin ilk akla gelme durumu” olarak tanımlanabilir (Kahneman ve Tversky, 1974: 1127).

İnsanlar ileriye dönük gerçekleşmesini umdukları olaylar hakkında öngöründe bulunurlarken kendi geçmiş deneyimlerinden yardım almayı ummaktadırlar. Örneğin, orta yaştaki insanların kalp krizi geçirme ihtimaline dair öngöründe bulduklarında, etraflarındaki tanıdıkları arasından kalp krizi geçirenler var ise onları anımsamaktadırlar (Kahneman ve Tversky, 1974: 1127).

Son duruma dair verilebilecek bir örnek Kahneman ve Tversky'nin söz konusu çalışması içerisinde gösterilebilir (Kahneman ve Tversky, 1974: 1127): Çalışmada katılımcılara erkek ve kadın isimlerinin yazılı olduğu farklı listeler verilmekte ve sonrasında listede kadın isimlerinin mi yoksa erkek isimlerinin mi daha çok yer aldığı sorusu yöneltilmektedir. Sonuç olarak; katılımcıların çoğu listedeki isimleri tanıdıkları ünlü ve popüler kişilerle ilişkilendirerek işlem yapmaktadırlar. Bu durum insanların kendi tanıdıkları isimleri liste içindeki isimlerin çoğunluğuyla ilişkilendirerek çıkarım yaptıklarını göstermektedir.

Akla geliş kolaylığı eğiliminin insanlar üzerinde karar aşamasında etkili olduğunu gösteren bir diğer çalışmadan alınan örneklem şöyledir (Ross ve Sicoly, 1988: 325-333):

Kolej basketbol takımında yer alan öğrencilere maçtan sonra maçın en önemli anının ne olduğuna dair düşünceleri ve neden kazandıkları / neden kaybettikleri üzerine sorular yöneltilmiştir. Sonuçlar açıklanmadan beklentiler öğrencilerin maçın kırılma anı olarak gösterdikleri anların kendi oyuncularıyla ilgili olmasına yöneliktir. Çünkü öğrenciler kendi okulundan olan arkadaşlarını daha yakından tanımakta ve onlarla ilgili gözlemleri daha hatırlanabilir olmaktadır. Anketin sonucu öngörülerle aynı yönde çıkmıştır. Rakamlarla ifade etmek gerekirse 119 öğrenci kırılma anının kendi takımlarıyla alakalı olduğunu, 13 oyuncu her iki takımla alakalı olduğu ve 16 oyuncu ise kırılma anının sadece rakip takımla alakalı olduğunu belirtmişlerdir.

Akla geliş kolaylığı eğilimine göre; insanlar ihtimalleri göz önüne alırken, daha kolay hatırlayabildikleri olayların gerçekleşme ihtimalini daha zor hatırladıkları olayların gerçekleşme ihtimaline göre daha yüksek oranda kabul etmektedirler. Sıklıkla meydana gelen olaylar nadir meydana gelen olaylara göre insanlar tarafından daha kolay akılda tutulmaktadır. Akla geliş kolaylığı eğilimi bu açıdan karar alma aşamasındaki seçeneklerin gerçekleşme olasılığını hesaplamak için kullanılabilir. Bunun dışında insanlar bazı olayları diğerlerinden ayırmakta ve daha dikkat çekici

olarak algılayabilmektedir. Dikkat çekici olaylar insan hafızasında tutulurken, dikkat çekmeyen olaylar ya da bilgiler hiç karşılaşılmamışçasına göz ardı edilmektedir. Olası bir karar verme aşamasında insanların ilk ihtiyaç duyacağı ve ilk ulaşabileceği bilgiler hafızalarında sakladıkları bilgiler olacaktır. Bu bilgiler kullanılarak ulaşılan yargı ve kararların hatalar içermeye ihtimali yüksektir. Aynı zamanda geçmişe dair kısayollar olarak da adlandırılabilir bu ihtimaller mevcut durum için kullanılabilir çıkarımlar yapılmasına ihtimal verebildiği gibi tahmin hatalarını da beraberinde getirebilmektedir. Bu faktörler göz önüne alındığında mevcudiyet eğilimi taşıyan yatırımcıların dikkat çekici bilgileri daha fazla ağırlandırarak bu bilgilere aşırı reaksiyon gösterdikleri ve kârlılıktan uzak işlemler yaptıkları gözlenmektedir (Barak, 2006: 102-103).

3.2.6. Kayıptan Kaçınma Eğilimi

Yatırımcıların risk karşısında aldıkları reaksiyonlardaki belirleyicilerden biri kayıptan kaçınma eğilimidir. Davranışsal Finans'ın temel varsayımlardan biri bilindiği gibi; yatırımcıların riske karşı değil kayba karşı bir çekincelerinin olduğudur (Nevins, 2003: 7-8). Kayıptan kaçınma ve risk arasında benzerlik varmış gibi görünse de ikisinin farklı şeyler olduğu muhakkaktır. Kahneman ve Tversky (1979) yaptıkları çalışmada; yatırımcıların kaybetmekten kaçınma ve kaybetme ihtimalini ortadan kaldırmak adına daha çok risk alma eğiliminde olabileceklerini ortaya koymuş ve daha önce Allais (1953)'ün bahsettiği bu tavrı *kesinlik etkisi* (*certainty effect*) olarak adlandırmışlardır (Kahneman ve Tversky, 1979: 263). Söz konusu çalışmada Kahneman ve Tversky anket katılımcılarına şu soruları sormak suretiyle katılımcıların eğilimlerini ölçmeye çalışmıştır (Kahneman ve Tversky, 1979: 265-269):

Soru 1: A veya B seçeneklerinden birini seçiniz:

A: %33 olasılıkla 2.500 pound kazanmak, %66 olasılıkla 2.400 pound kazanmak, %1 olasılıkla hiçbir şey kazanamama?

B: %100 olasılıkla 2.400 pound kazanmak,

Soru 2: C veya D seçeneklerinden birini seçiniz:

C: %33 olasılıkla 2.500 pound kazanmak, %67 olasılıkla hiçbir şey kazanamama?

D: %34 olasılıkla 2.400 pound kazanmak, %66 olasılıkla hiçbir şey kazanamama?

Sorulara verilen yanıtların ağırlığı ise şöyledir:

İlk soruyu yanıtlayan 72 katılımcıdan %82'si B seçeneğini,

ikinci soruyu yanıtlayan 72 katılımcıdan %83'ü C seçeneğini işaretlemişlerdir.

Kahneman ve Tversky, anket sonunda ortaya çıkan sonuçlarının Allais'in Beklenen Fayda Teorisi'ne itiraz olarak sunduğu varsayımlarla tutarlı olduğunu belirtmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 1979: 266). $u(0) = 0$;

Görüleceği gibi ilk tercih;

$$u(2,400) > .33u(2,500) + .66u(2,400) \text{ or } .34u(2,400) > .33u(2,500)$$

anlamına gelirken, ikinci tercih ters eşitsizliği göstermektedir. Yani; BFT'ne göre A seçeneğinin beklenen getirisi B seçeneğinden büyükken, yine aynı teoriye göre D seçeneğinin beklenen getirisi C seçeneğinin beklenen getirisinden büyük olmaktadır. Bu durum kesinlik etkisi doğrultusunda insanların düşük getiri sağlayacak olsalar dahi kesin ya da garanti gördükleri getirileri tercih ettiklerini ortaya koymaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 266).

Kahneman ve Tversky (1979) ayrıca, daha önce Beklenti Teorisi kısmında bahsedildiği üzere; kaybetmenin insanlara vereceği acının aynı ölçüdeki bir kazançla göre çok daha fazla olacağını iddia etmişlerdir. Bu durum yatırımcılar açısından ise; olası bir para kaybı ile karşı karşıya kalındığında yatırımcıların kayıptan kaçınma eğilimine girerek daha riskli seçeneklere yöneldiği, dahası diğer yatırımlarını sınırlayıcı bir karakter gösterdiği şeklinde belirlemektedir (Ricciardi, 2000: 5).

Kahneman ve Tversky (1979)'nin yaptıkları bir diğer anket çalışması ise; *yansıma etkisi (reflection effect)* olarak adlandırdıkları etki, yatırımcıların kayıptan kaçınma eğilimi yönündeki tutuma örnek olarak gösterilebilir (Kahneman ve Tversky, 1979: 266-267):

Soru 3: A veya B seçeneklerinden birini seçiniz.

A: %80 olasılıkla 4.000 pound kazanmak,

B: %100 olasılıkla 3.000 pound kazanmak?

Soru 4: C veya D seçeneklerinden birini seçiniz.

C: %80 olasılıkla 4.000 pound kaybetmek,

D: %100 olasılıkla 3.000 pound kaybetmek?

Sorulardan görüleceği gibi her iki soruda verilen rakamlar ve olasılıklar aynıdır. Fakat gözden kaçmaması gereken ilk soruda verilen rakamların ve olasılığın kazanma üzerine kurgulanmış olması, ikinci soruda ise tam tersi kaybetme senaryosuna karşı kurgulanmasıdır.

3.soruyu yanıtlayan 95 katılımcıdan %80'i B seçeneğini,

4. soruyu yanıtlayan 95 katılımcıdan %92'si C seçeneğini seçmişlerdir.

$u(0) = 0$;

$0,80u(4000) > 1,00u(3000)$ olması BFT'ne göre A seçeneğinin beklenen getirisinin B seçeneğinden büyük olduğunu,

$0,80u(-4000) < 1,00u(-3000)$ olması ise; BFT'ne göre D seçeneğinin tercih edilmesi halinde beklenen kaybın C seçeneğinin beklenen kaybından düşük olacağını göstermektedir.

Kahneman ve Tversky, 4.sorunun yanıtlanmasındaki etkiyi *yansıma etkisi* ile açıklamışlardır. Dolayısıyla yansıma etkisi yatırımcıları kazanç olasılığı var iken riskten kaçınma, kayıp olasılığı var iken riske katlanma yönünde tavır almaya itmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 268-269).

Paul Samuelson (1963) da kayıptan kaçınma eğilimi konusunda yaptığı çalışmada kullandığı bir örneklem ile durumu açıklamıştır (Benartzi ve Thaler, 1995: 76):

Bir meslektaşına %50 olasılıkla 200 \$ muhtemel getirisi olan ve %50 olasılıkla da 100 \$ kayıp söz konusu olan bir bahis teklif eden Samuelson, arkadaşından bahse girmeyi reddetme yönünde olumsuz bir tutumla karşılaşmıştır. Fakat arkadaşı 100\$ kazanma durumundan memnun olacağını dile getirmiştir. Bu yanıt Samuelson'da arkadaşının irrasyonel olduğu yönünde bir düşünceye neden olmuştur. Samuelson'un arkadaşının devamında açıkladığı reddetme gerekçesi ise; 200\$ kazanabileceğini değil, 100\$ kaybedebileceğini düşündüğünü beyan etmesi şeklinde olmuştur. Bu his kayıptan korkma eğilimi ile açıklanmaktadır. Yani 100\$ kaybetme olasılığı Samuelson'un arkadaşı için 200\$ kazanma olasılığında daha önemlidir ve bu eğilim BFT'nde ileri sürülen rasyonelliğe ters düşer karakterdedir (Benartzi ve Thaler, 1995: 76).

3.2.7. Bilişsel Çatışma

İlk defa Leon Festinger (1965) tarafından ele alınan bilişsel çatışma, Festinger'in Bilişsel Uyumsuzluk Teorisi'nden ortaya çıkmıştır. Bilişsel Uyumsuzluk Teorisi, birbiriyle çatışan inançların ve kanaatlerin bir gerilim ve huzursuzluk yarattığından hareketle, bilişsel uyumsuzluk eğiliminin bu çatışmayı yok etmeye yönelik olduğunu ifade etmektedir (Festinger, 1965).

İnsanlar içinde buldukları ortamlarda sürekli bir bilgi akışına maruz kalmaktadırlar. Bu akış edinilen bilgileri zamanla bir bilgi birikimine dönüştürmektedir. Herhangi bir tutum, davranış veya bir değerle ilgili olabilen bu bilgi birikimi kavramları ortaya çıkarmaktadır. Kavramlar birbirleriyle alakasız, uyumlu veya ters yönde olabilmektedir. Eğer kavramlar birbirleri ile alakasız ise söz konusu iki kavram birbirlerine tesirsizdirler. Eğer uyumlu iseler bir kavram ötekini takip etmekte veya tamamlamaktadır. Kavramların ters düşmesi ise kavram çatışmasını yaratmaktadır (<http://www.ithaca.edu/faculty/stephens/cdback.html> , 24.04.2012).

Kavram çatışmasının psikoloji sahasındaki ismi bilişsel çatışmadır. İnsanlar bilişsel çatışma ile beraber bir baskı altına girmektedirler. Çatışmanın büyümesi

halinde insanlar çatışmayı bitirmek için üzerlerinde daha çok baskı hissetmektedir. Çatışmanın ortadan kalkması için baskıyı azaltma konusunda ya inançlar düzeltilecek ya da tam tersi yönde inançlar geliştirilecektir.

Yatırımcılar açısından da bilişsel çatışmaların yatırım tercihlerinde önemli olduğu ortadadır. Bilgi akışlarının neticesinde yatırımcılar bilişsel çatışmaya maruz kalabilmektedirler. Bu durum üzerlerindeki baskıyı artırdığında yatırımcılar yanlış ve hatalı yatırım tercihleri yapmakta ve kayba uğrayabilmektedir.

3.2.8. Talih Oyunları Yanılgısı

Talih oyunları yanılgısı, isminden de anlaşılacağı gibi insanların birbirinden bağımsız ve rastgele gerçekleşen durumlarda, önceden meydana gelmiş durumlar ışığında sonucu kestirebilecekleri eğiliminde olmalarıdır. Bu duruma kumar makinesinden saatlerce kalkmayan insanlar örnek gösterilebilir. İnsanları kaybettikleri zaman mutlu sona biraz daha fazla yaklaştıkları inancını aşıl原因 eğilim talih oyunları yanılgısıdır.

Finansal piyasalarda faaliyet gösteren oyuncular kolayca talih oyunları yanılgısına kapılabilmektedirler. Hisse senedi piyasasından örneklemek gerekirse; kimi yatırımcılar portföylerindeki hisse senetlerinin birkaç dönem ard arda değer kazanması halinde değer artışı halinin devam etmeyeceğini düşünerek portföylerini gözden geçirme eğilimine girebilmektedir. Tam tersine bazı hisse senedi sahipleri ise değer kaybeden hisse senetlerini daha çok değer kaybetmeyeceğini düşünerek ellerinde tutabilmektedirler (<http://www.investopedia.com>, 2012). Talih oyunları yanılgısı yatırımcılar için mümkün olandan daha az kazanç sağlanmasına yol açabileceği gibi engel olabilecekleri kayıpların önlenmesinde faydasız kalabilmektedir.

3.3. DUYGUSAL EĞİLİMLER

Bireylerin sahip olduğu duygusal eğilimler; fiziksel uyarıcıların ve zihinsel süreçlerin algılanması sonucunda ortaya çıkan hissel davranışlar ve karar verme üzerinde etkili olan içsel yönelimlerdir. Duyguların sebep olduğu yönelimler

olayların algılanışını ve algılanan bilgilerle beraber tutumların değişmesine yol açabilmektedir. Ayrıca olumlu durumlar olumsuz gibi algılanabilmekte veya tam tersi şekilde olumsuz durumlar olumlu şekilde algılanabilmektedir. Psikoloji ve nöroloji alanında duyguların karar vermede nasıl etkili olduğunu belirlemeye yönelik yapılmış çalışmalar duygusal eğilimlerin en az bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimler kadar karar vermekte önemli rol oynadığını ortaya çıkarmıştır. Ampirik bulgular kısa vadeli kararlarda bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimlerin, uzun vadeli kararlarda ise duygusal eğilimlerin karar verme üzerinde etkili rol oynadığını destekler niteliktedir.

3.3.1. Kendini Kontrol Edememe Eğilimi

Bireylerin hareket, davranış ve düşüncelerine hakim olmada zorluk yaşamaları, bir başka deyişle; kendilerini gelişen olaylara bırakma şeklinde gelişen olaylar insanların kendilerini kontrol etmede zorluklar yaşadığı anlamına gelmektedir. Kendini kontrol edememe içsel bir öz disiplinden yoksun olduğunu ve duyguların tutumlarda ağır bastığını göstermektedir. Kendini kontrol altında tutmada zorluk yaşayan bireyler neticede kısa süreli amaçları daha çok önemseme, zamanlamayı gözetmeden fazla sayıda işlem yapma gibi çoğunlukla ileride kendilerine dezavantaj yaratacak yanlış ve hatalı kararlar alabilmektedirler.

Yatırımcılar açısından kendini kontrol edememe eğilimi, yukarıda bahsedilen hataların finansal tutum, davranış ve kararlara yansımaları şeklinde ortaya çıkan yönelimdir. Kendini kontrol etmekte sorun yaşayan yatırımcılar uzun dönem için belirledikleri hedeflerden sapma eğilimi taşımaktadırlar. Kendini kontrol edememe eğilimi günlük hayata dair rutin hareketlerin esas itibarıyla yatırım hareketlerinden pek bir farkının olmadığını göstermektedir. Örneğin sigarayı bırakma konusunda sorun yaşayan bir birey, kilo verme konusunda zorluk yaşayan bir birey, spora başlayarak sağlıklı yaşam arayışında olan bir birey neyse yatırım yapma konusunda kendini kontrol edemeyen birey de kendini kontrol etme açısından aynı eğilimdedirler. Söz konusu tutumların ortak noktası bireylerin fedakârlık etmek zorunda kalacakları şeylerin olması ve ilerleyen dönemdeki şartlarını nitelikli hale getirme güdüsüdür. Mesela diyet yapan bir birey kilo vermek adına yemek yerken aldığı hazdan feragat etmek zorundadır. Buna paralel olarak verilebilecek

örneklerden biri; yaşlılık dönemini düşünerek bireysel emeklilik sistemine katılan bir yatırımcının birikim yapmak için bugünkü yaşamında katlandığı fedakârlıklar gösterilebilir.

3.3.2. Belirsizlikten Kaçınma ve Bilineni Tercih Etme Eğilimi

Daniel Elsberg'in 1961 yılında yaptığı bir araştırmayla belirsizlikten kaçınma eğilimi üzerinde durmuştur ve belirsizlikten kaçınmayı şöyle tanımlamıştır (Elsberg, 1961: 643-669): Belirsizlikten kaçınma; insanların bilinmeyen ihtimallerden çok, bilinen ihtimallere göre riskler almayı tercih etmesidir. Belirsizlik göz önüne alındığında bireylerin sahip oldukları bilginin önemli olduğu ön plana çıkmaktadır. Bireyler sahip oldukları bilgilerin sağlıklı ve tutarlı olması halinde belirsiz durumlarda alacakları tutumları düşünme ve belirsizliği azaltma eğilimine girmektedirler.

Elsberg (1961) yaptığı araştırmada her birinin içinde 100'er misket bulunan iki ayrı kavanoz hazırlamış, katılımcılardan 1'er kırmızı ya da siyah renkli misket çekme olasılığı üzerine bahse girmelerini istemiştir. İlk kavanozda kırmızı ve siyah renkteki misketlerden oluşmuş 50'şer adet misket varken, diğer kavanozdaki misketlerin rengi katılımcılar tarafından bilinmemektedir. Bu deney sonucunda katılımcıların çoğunluğu ikinci kavanozdan top çekme ve bahse girme eğiliminde tercihte bulunmuştur (Bernstein, 2005: 315).

Bireylerin belirsiz ihtimaller üzerine mi yoksa açık olasılıkları mı tercih ettiği üzerine araştırmalar yapan Tversky ve Fox (1995), belirsizlikten kaçınma eğilimini daha detaylı araştırmış ve Elsberg'in öngördüğünden daha detaylı bir sistematik olduğunu ortaya koymuşlardır. Belirsizlikten kaçınma eğiliminin sadece talih oyunlarında mı yoksa tüm şartlarda mı olduğunu araştıran iki araştırmacı katılımcılara birtakım sorular yönelterek bir deney uygulamışlardır. Deneyin sonucu açıktır: İnsanlar konu hakkında kendilerini bilgili ve yetkin hissettiklerinde belirsiz durumlar için bahse girmekteler, diğer durumlar için ise tercihlerini şansa bırakmaktaydılar (Bernstein, 2005: 316).

Belirsizlikten kaçınma eğilimi üzerine yapılan çalışmalarda dikkat çeken bir öge bilineni tercih etme yönelimidir. İnsanlar iki alternatif arasında tereddütte

kaldığında hakkında daha çok bilgiye sahip oldukları hangisi ise onu tercih etmektedirler. Yatırımcılar açısından ele alındığında bu durumu örnekleme adına; kendi çalıştığı şirketlerin hisse senetlerini satın alma tercihi gösteren yatırımcılar gösterilebilir. Günlük hayattan ise; insanların kendi yaşadıkları şehrin spor takımına karşı duydukları aşinalık bu duruma örnek gösterilebilir. İnsanlar tanıdıkları alternatiflere tanımadıkları, haklarında pek bilgi sahibi olmadıkları alternatiflere göre daha fazla sıcaklık göstermektedirler. Bu durum bazen biraz daha artarak yatırımcılar açısından sadece daha aşına olunması sebebiyle kazanma olasılığı düşük ve daha riskli alternatiflere yönelmeye sebep olabilmektedir (Nofsinger, 2001: 117).

Finansal piyasalarda aktif rol alan yatırımcılar aşinalık faktörü nedeniyle belirli finansal ürünlere aşinalık yaşayabilmekte ve bu durum portföy çeşitlendirmesinden uzak riskli ve hatalı yatırım tercihlerine yol açabilmektedir. Bunun sebeplerinden biri yatırımcıların aşına oldukları durumu risksiz olarak algulamalarıdır. Bilineni tercih etme üzerine yapılan araştırmalar bu eğilimin bireysel yatırımcılarla sınırlı kalmadığını piyasaları sürekli takip eden uzman yatırımcıların da aynı eğilimi taşıdığını göstermektedir. Yatırımcıların aşinalık ve bilineni tercih etme eğilimi kendi buldukları şehirlere yakın şirketleri tercih etmesine yol açması bağlamında yerel ve bölgesel şirketlerin hisse senetlerine talepler artabilmekte ve şirket ölçeğinin küçük olması sebebiyle yatırımlar riskli hale gelebilmektedir (Döm, 2003: 83-84).

Örneğin French ve Poterba (1991)'nin ABD'de yaptığı bir araştırmada emekli yatırımcıların en fazla tercih ettiği hisse senetlerinin faal çalışma dönemlerinde çalıştıkları şirketlerin hisse senetleri olduğu ortaya konulmuştur (French ve Poterba, 1991: 222-226).

Boyle, Uppal ve Wang (2003)'ün yaptığı araştırma da şirket çalışanlarının kendi şirketlerinin hisse senetlerine yatırım kararı alma yönelimleri ve belirsizlikten kaçınma eğilimini model yardımıyla incelemiştir. Sonuçta; piyasadaki ortalama getirinin belirsizlik içermesi halinde şirket çalışanlarının çalıştıkları şirketin hisse senetlerine karşı olumlu bir tutum içine girdiklerini ortaya çıkarmışlardır.

3.3.3. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Statman (2002) pişmanlığı; herhangi bir karardan sonra diğer alternatiflerin daha iyi bir sonucu olduğu ve değiştirmek için geç kalındığı anlaşıldığında oluşan acı olarak tanımlamıştır (Statman, 2002: 14-21). Pişmanlık karar vermede önem teşkil eden bir faktördür. Hayatın her alanından pek çok kişi iyi düşünülmeden verilen kararlar sonrası pişmanlıklar yaşamaktadır. Sınavı kötü geçen bir öğrenci yeterince çalışmadığı, işinden memnun olmayan bir çalışan yanlış tercih yaptığı, evlilik kararları, araba satın almış bir bireyin başka bir marka ya da model seçmediği için hayıflanmaları gibi günlük hayat izleri pişmanlık konusunda örnek olarak verilebilir. Pişmanlık yoğun ve güçlü bir şekilde yaşanan, izleri kolayca atılamayan bir negatif duygudur. İnsanların ileride tecrübe edecekleri pişmanlığı düşünerek hareket etmeleri pişmanlıktan kaçınma eğilimidir.

Bireyler yatırım yaparken zarar etmek veya başarısız olmak istemezler. Kazananları satmaya ikna etmenin, kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olması davranışsal finans açısından pişmanlıktan kaçınma eğilimi olarak ifade edilmektedir (Bernstein, 2005: 247).

Davranışsal finasta pişmanlıktan kaçınma konusunda yapılan araştırmalar yatırımcıların zarar ederken ellerinde bulunan hisse senetlerini satmada istekli olmadıklarını göstermektedir. Shefrin ve Statman (1984) bu durumu mizaç etkisi (huy etkisi) olarak açıklamışlardır (Shefrin ve Statman, 1984: 777-790).

Yatırımcılar aldıkları kararları ölçmek ve dahası kararlarından pişmanlık duymamak veya gurur duymak adına kazandıran hisse senetlerini satma yönünde davranırlarken, kaybettiren hisse senetlerini portföylerinde bırakmaktadırlar. O süreç içerisinde nakit ihtiyacı belirlediğinde ise kazandıran hisse senetlerini nakde dönüştürme davranışı göstermekte, vergi yükümlülüğünü ortaya çıkmasına rağmen pişmanlıktan kaçınma yönünde tavır almaktadırlar. Bunun dışında yatırımcılar zarar eden hisse senetlerinde yeni alımlar yapmak üzere kazanan hisse senetlerini elden çıkarma yönünde hareket edebilmektedir. Bu davranış Beklenti Teorisi ile uyumludur. Yani yatırımcılar, değer fonksiyonunda bahsedildiği üzere; belirledikleri referans noktasından aşağı doğru inen bir performans karşısında kazanç durumunda oluşacak benzer seviyedeki bir artışa göre daha çok acı hissedeceklerdir.

Pişmanlıktan kaçınma eğiliminin yatırımcılar üzerinde etkisini ele alan çalışmalarda karar vericilerin karar sürecinde daha dikkat gösterdikleri ve daha temkinli davrandıkları ortaya çıkmıştır (Mathias, 2005: 26).

Odean (1998) 7 yıllık bir dönemi ve 10.000 yatırım hesabını kapsayan bir araştırmada, yatırımcıların kazanan hisse senetlerini incelemiştir. Satma yönünde tavır alınan hisse senetlerinin müteakip yılda piyasaya göre %2,5 kat daha fazla getiri sağladığını, kaybettiren hisse senetlerinin ise uzun süre elde tutulduğunu ve söz konusu hisse senetlerinin ise müteakip yılda piyasanın %1,6 aşağısında kaldığını belirtmiştir (Odean, 1998: 1775). Buradan da görülebileceği üzere, yatırımcılar kaybettiren hisse senetlerini uzun süre elde tutmayla pişmanlıktan kaçınma eğilimine girmekte ve başarısızlığı kabullenememektedirler. Bu sonucu destekleyen bir başka çalışma ise Gross'un yatırımcıların herhangi bir şeyi kayıpla satmayacaklarına, telafi etme düşüncesinin portföylerine zarar vereceğini düşündüklerini ifade ettiği çalışmasıdır (Shefrin, 2002). Telafi etme çabası sadece bireysel yatırımcılarda değil uzmanlar tarafından girilen bir eğilim de olmaktadır. Bunun dışında zarar eden hisse senetlerini satmak kadar yatırım yapılması düşünülen hisse senetlerinin kazandırması da yatırımcılara acı vermektedir. Neticesinde çoğu yatırımcı daha önce incelediği hisse senetleri arasında kaybettirenleri değil kazandıranları gördükçe pişman olmaktadır.

Ferris, Haugan ve Makhija (2002)'de NYSE ve AMEX endekslerinden seçilen küçük şirketlere ait hisse senetleriyle 6 yıllık verileri kapsayan bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın varsayımı; kazanç maksimizasyonu isteğinde olan yatırımcıların kaybettiren hisse senetlerini satacağı ve bu hisse senetlerine yönelik işlem hacminin artacağı, ayrıca kazandıran hisse senetlerinin satılmayacağı ve işlem hacminin daha az olacağıdır. Çalışmanı aralık ayının vergi yükümlülüğü ile faktör teşkil ettiğinden farklı değerlendirilmek suretiyle yapılmıştır. Sonuç olarak; yatırımcıların kazandıran hisse senetlerini sattıkları, kaybettirenleri ellerinde tutmaya devam ettikleri ortaya konulmuştur. Bu sonuçlar davranışsal finansın işaret ettiği ölçüde pişmanlıktan kaçınma eğilimini doğrular niteliktedir.

3.3.4. Hayal Kırıklığından Kaçınma Eğilimi

Bireyler attıkları adımlar ve aldıkları kararların sonuçlarıyla karşılaştıklarında oluşan sonuçlara göre birtakım duygular yaşamaktadırlar. Sonuç istedikleri ve bekledikleri yönde ise olumlu, beklenti ve isteklerinin ötesinde ise olumsuz duygulara sahip olmaktadır. Belirsizlik altında rasyonel seçimlere dair araştırmalar yapan Loomes ve Sugden (1982) hayal kırıklığını; bir kararın getirisinin beklenenle uyuşmadığı durumda verilen tepki olarak tanımlamıştır (Loomes ve Sugden, 1982: 805-824).

Hayal kırıklığı eğiliminin karar alma üzerindeki etkisi ise David Bell (1985)'in çalışmasıyla beraber incelenmeye başlamıştır. Çalışmanın sonucunda Bell (1985), insanların hayal kırıklığı yaşamakla beraber hayal kırıklığından kaçınmaya çalıştıkları ve karar alma aşamasında sonradan yaşanabilecek hayal kırıklığını da dikkate aldıkları sonucuna ulaşmıştır (Bell, 1985: 1-27).

3.4. SOSYAL EĞİLİMLER

Çalışmanın bu kısmına kadar irdelenen konular insanları yatırım kararına yönlendiren kendini doğru konumlandıramama hatası, bilgi ve iletişimden kaynaklanan eğilimler ve duygusal eğilimler olarak ele alınmıştır. Bu faktörler içsel olarak nitelendirilebilecek faktörlerdir. Fakat gözden kaçırılmamalıdır ki; insanlar sosyal varlıklardır ve içinde buldukları gruplarla sürekli etkileşim içindedirler. Bu sebeple etraflarında gelişen olaylardan etkilenmektedirler. Değer yargıları, toplumun ortak kuralları, yazılı olmayan kurallar, semboller, düşünce kalıpları gibi etmenler insan davranışları üzerinde etkin bir rol oynamaktadır. Sosyal eğilimler toplum içindeki grupların birbirlerini etkilemesiyle meydana çıkmaktadır. İnsanların sosyal gruplar vasıtasıyla ortaya çıkan etkileşimleri bilgi, düşünce ve kültürel birikimlerin bireyler arasında paylaşılmasına sebep olmaktadır. Bu eğilimler bazen insanların fikirlerini etki altına almakta, karar ve faaliyetlerini sınırlandırmaktadır.

İnsanların oluşturduğu küçük gruplar geniş halkalar halinde toplumu oluşturmaktadır. Gruplardan uzak bırakılma, dışlanma kaygısı veya çoğunluğun eğilimlerinin bireylerin tek tek vereceği kararlara göre daha makul olacağı inancı bireyleri kendini yakın hissettiği gruplarla beraber hareket etmeye zorlamaktadır. Bu

çeşit bir hareket tarzı eğer grup kalabalık bireylerden oluşuyorsa finansal piyasaları etkileyebilmektedir.

İnsanların rutin günlük yaşamlarında karşılaştığı durumlar finansal piyasaları da kapsamaktadır. Finansal hareketler içerisinde yatırımcılar tesadüfi olmayan biçimde aynı finansal ürünlere yönelebilmekte, aynı yönde alma ve satma tutumu sergileyebilmektedir. Gruplarda oluşan eğilimler sonucu insan davranışları, birbirini takip etme ve aynı yönde söylemler üzerinden hareket etme şeklindedir (Shiller, 1998: 24-25).

3.4.1. Birbirini Takip Etme / Peşinden Gitme Eğilimi

Birbirini takip etme eğilimi, isminden anlaşılacağı üzere; finansal piyasalarda birbirinin etkisinde kalan ve davranışlar yönünden diğerlerini izleyen eğilimleri açıklamak üzere kullanılmaktadır. Finansal piyasalarda birçok yükseliş ya da çöküş hareketi birbirini takip etme eğilimi ile açıklanmıştır.

Birbirini takip etme ya da bilinen ismiyle sürü davranışı eğilimi; insanların toplumdaki dışlanmaktansa, bir gruba ait olmayı istemelerinden ve o grubun düşüncelerini benimsemek ve devam ettirme isteğinden oluşabileceği gibi büyük gruplara dair hata katsayısının az olacağını kabul etmelerinden de oluşabilmektedir. Bu yönelim bazen insanları rasyonel olmadığını bildikleri davranışları sürdürmeye de itebilmekte ve hatalı kararlar vermelerine yol açabilmektedir.

Finansal piyasalara yönelik yapılan araştırmalar sürü davranışlarından özellikle finansal kriz zamanlarında açıklayıcı olarak faydalanmaktadır. Yatırımcılar edindikleri bilgiler doğrultusunda işlem yapmakta ve bu bilgiler fiyatlara yansımaktadır. Yani, finans piyasaları uzun vadede güçlü formdadır ve etkindir. Fakat yatırımcıların kendi bilgileri yerine piyasada başkasına ait işlemleri izlemeye başlamasıyla bu etkinlik ortadan kalkmaktadır. Başka yatırımcıların işlemlerini izlemek ya da ona göre davranışlar içerisine girmek sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır. Birbirini takip etme eğilimi ile beraber yatırımcılar yeni bilgiler peşinde koşmaktan vazgeçmekte ve birbirlerini taklit etmeye başlamaktadırlar. Yalnız bu şekilde olan her davranış sürü psikolojisi kapsamında değildir. Eğer bir

yatırımcı yatırım kararını diğer yatırımcıların kararına göre değiştirirse o zaman sürü davranışı ortaya çıkmaktadır.

Birbirini takip etme eğilimi rasyonel ve rasyonel olmayan peşinden gitme şeklinde iki grupta ele alınmaktadır. Temelde temsil probleminden kaynaklanan rasyonel peşinden gitme davranışında yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda bilgilerini kullanmamayı tercih etmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını izleme yoluna gitmektedirler. Rasyonel olmayan peşinden gitme ise; genellikle yatırımcıların yönelimleri neticesinde oluşmaktadır. Yatırımcılar bilgi ve inançlarından ayrılarak diğer yatırımcı davranışlarını taklit etme yoluna gitmektedirler (Chang, Cheng ve Khorana, 2000: 1652. akt. Canbaş ve Kandır, 2006: 222).

Birbirini takip etme eğilimi finansal piyasalarda sürekli var olan bir eğilimdir. Bu eğilim bazı periyotlarda finansal krizlerin oluşmasında etkili olurken, kimi periyotlarda arbitrajcıların hareketleriyle piyasaları dengede tutmaktadır. Finans analizlerinde ve portföy yönetimlerinde son zamanlarda insansız bilgi teknolojilerinin kullanımı ve teknik analizlerin daha çok kullanımı sürü davranışlarını engelleyebilir görünse de insanların finansal piyasalarda rol almaya devam etmesi finansal krizlerin ileride yaşanması olasılığını hala canlı tutmaktadır.

3.4.2. Çoğunluğa Uyma Eğilimi

Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch (1992) yaptıkları araştırmada, insanların yatırım kararı verirken kendi bilgilerini değil diğer yatırımcı davranışlarını da yakından izlediklerini ve diğer yatırımcıların bilgilerini de değerlendirmeye aldıklarını ifade etmişlerdir (Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch, 1992: 992-1026). İnsanlar yatırım kararı alırken kendi bilgilerini bazen göz ardı etmekte ve önceden yatırım kararı veren başka yatırımcıların daha faydalı bilgileri kullandıklarını düşünerek o yatırımcıları izleme yolunda eğilim gösterebilmektedirler.

Bilgi çağlayanı olarak da adlandırılan durum bazen hisse senetlerinde herhangi bir ekonomik durumla açıklanamayacak dalgalanmalar şeklinde kendini göstermektedir. Piyasada oluşan bu dalgalanmaları diğer yatırımcılar kendilerinde olmayan bilgilere sahip olan yatırımcıların alış-satışlarının yarattığı dalgalanmalar

olarak görürler. Bu sebeple kendileri de alış-satışa katılırlar. Bu davranış kalıbı hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmanın devam etmesine neden olmaktadır. Yeni dalgalanma hareketiyle birlikte bu zamana kadar harekete katılmamış yatırımcılar da dalgalanmanın devam edeceği beklentisiyle harekete geçmektedir. Yeni katılımcılarla beraber dalgalanma yani çağlayan devam etmektedir. Görüldüğü gibi toplu hareketin devam etmesinde optimum seçimlerden çok diğer yatırımcı davranışlarının etkisi olmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARINA YATIRIM YAPMAYA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI AÇISINDAN İNCELENMESİ VE AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ

1. ANKET İLE ELDE EDİLEN VERİLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU VE AMACI

Kişilik özellikleri, risk karşısındaki tutumları, gelirleri, tasarruf eğilimleri gibi özellikleri ile birbirlerinden hayli farklılık gösteren bireysel yatırımcılar finansal kararlarını verme aşamasında benzer faktörlerin etkisinde kalmaktadır. Geleneksel finans yaklaşımında finansal yatırım seçeneklerini rasyonel biçimde değerlendirdiği kabul edilen bireysel yatırımcılar çoğu zaman psikolojik ve davranışsal birçok faktörün finansal kararlarını yönlendirmesine engel olamamaktadırlar. Yatırımcıların gerek bilgileri dahilinde farkında olarak gerekse farkında olmadan etkisinde kaldıkları bu faktörler davranışsal finansın çalışma alanını oluşturmaktadır. Bu çalışmada bireysel yatırımcıların kendi durumunu değerlendirememesi, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimler, duygusal eğilimler ve sosyal etkileşimler olarak gruplandırılan sözkonusu davranışsal eğilimlerin Afyonkarahisar ilindeki geçerliliğinin test edilmesi amaçlanmaktadır. Bununla beraber Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların yaşı, cinsiyeti, mesleği, eğitim durumu gibi özelliklerle sosyo-demografik profillerinin belirlenmesi ve finansal olaylara katılım sıklıkları, yatırımlarını takip durumları, tercih ettikleri finansal yatırım araçları gibi unsurlarla beraber finansal profillerinin ortaya konulması hedeflenmektedir. Bu bağlamda, Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararları üzerinde davranışsal finansa konu olan psikolojik, duygusal, bilişsel ve sosyal faktörlerin etkisinin olup olmadığı araştırmanın hipotezini oluşturmaktadır.

1.2. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ VE ÖRNEKLEMİ

Çalışmaya konu verilerin elde edilmesi amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Ateş (2007) ve Ede (2007)'nin bu alanda daha önce gerçekleştirdikleri çalışmalarında faydalandıkları anket sorularına ilaveten soru ve önermeler hazırlanarak katılımcılardan yanıtlamaları istenmiştir. Böylelikle 12-22 Haziran 2012 tarihleri arasında Afyonkarahisar ilinde yüzyüze görüşme ve birebir katılım şeklinde gerçekleştirilen veri toplama çalışmasıyla 460 katılımcıya ilişkin veri sağlanmıştır. Anketlerin toplu yanıtlanmasından önce pilot çalışma yapılarak güvenilirlik testi uygulanmıştır. %92,9 güven aralığında tesadüfi örneklem yöntemiyle ulaşılan veriler SPSS 15.0 istatistik paket programı ile değerlendirilerek analiz edilmiştir.

1.3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ VE YÖNTEMİ

Anket çalışmasının birinci bölümünde; Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerini ortaya çıkarmak amacıyla cinsiyet, medeni durum, çocuk sayısı, yaş, eğitim durumu ve meslekleri sorulmuştur.

Anket çalışmasının ikinci bölümünde; Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların finansal profilinin belirlenmesi hedeflenmiş, bu kapsamda katılımcılara gelir, gelirlerinden tasarrufları için ayırdıkları pay, hangi tür finansal yatırım araçlarını tercih ettikleri, portföylerinin kaç çeşit finansal yatırım aracından oluştuğu, finans piyasalarını takip etme sıklığı, kaç yıldır finansal yatırım yaptıkları, finansal yatırım araçlarını elde tutma süreleri, bilgi edinme kaynakları ve finansal yatırımlarına ilişkin temel motivasyonları sorulmuştur. Yanıtlarını uygun yanıt seçenekleri verilmek suretiyle işaretlemeleri istenilmiştir.

Anket çalışmasının üçüncü bölümünde; katılımcıların davranışsal finansa konu olan eğilimlerini hangi ölçüde taşıdıklarını ölçümlemek ve değerlendirmek üzere söz konusu eğilimlere ait önermeler sunulmuş ve ağırlık derecesini belirlemek amacıyla 5'li Likert Ölçeği kullanılarak, Kesinlikle Katılıyorum (5), Katılıyorum (4), Kararsızım (3), Katılmıyorum (2) ve Kesinlikle Katılmıyorum (1) olarak kodlanmıştır.

1.4.ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

1.4.1. Katılımcıların Sosyo-Demografik Özellikleri

Anketin ilk bölümünü teşkil eden yaş, cinsiyet, eğitim durumu, çocuk sayısı, meslek gibi kriterleri içeren sorular ile katılımcılara ait kişisel bilgiler elde edilmiştir. Elde edilen bilgiler katılımcıların sosyo-demografik özelliklerinin ortaya çıkarılmasında kullanılmıştır. Bu doğrultuda frekans analizi yapılarak hazırlanan tablolarda katılımcıların sosyo-demografik özelliklerine ait mutlak ve nisbi değerler yer almaktadır.

Tablo 2. Anket Katılımcılarının Cinsiyetlerine Göre Dağılımı

CİNSİYET	Sayı	Yüzde
Erkek	336	73,0
Kadın	124	27,0
Toplam	460	100,0

Tabloda görüldüğü üzere; anketi yanıtlayan toplam 460 katılımcının 336'sı (%73) erkeklerden oluşmakta, katılımcıların 124'ünü (%27) ise kadınlar oluşturmaktadır.

Tablo 3. Anket Katılımcılarının Medeni Durumlarına Göre Dağılımı

MEDENİ DURUM	Sayı	Yüzde
Evli	311	67,6
Bekar	149	32,4
Toplam	460	100,0

Anketi yanıtlayan toplam 460 katılımcıdan 311'inin (%67,6) medeni durumu evli iken, 149'u (%32,4) ise bekar katılımcılardan oluşmaktadır.

Tablo 4. Anket Katılımcılarının Çocuk Sayılarına Göre Dağılımı

ÇOCUK SAYISI	Sayı	Yüzde
Çocuğu Yok	273	59,3
1 Çocuk Sahibi	62	13,5
2 Çocuk Sahibi	22	4,8
3 Çocuk Sahibi	103	22,4
Toplam	460	100,0

Tablodan görüleceği üzere; ankete katılan toplam 460 katılımcıdan çocuk sahibi olmayanların sayısı 273 (%59,3) iken, tek çocuk sahibi olan katılımcı sayısı 62 (%13,5), iki çocuk sahibi katılımcı sayısı 22 (%4,8) ve üç çocuk sahibi katılımcı sayısı ise 103 (%22,4) olarak belirlenmiştir.

Tablo 5. Anket Katılımcılarının Yaş Aralıklarına Göre Dağılımı

YAŞ	Sayı	Yüzde
21-25	15	3,3
26-30	45	9,8
31-35	83	18,0
36-40	99	21,5
41-45	77	16,7
46-50	47	10,2
51-55	35	7,6
56-60	21	4,6
61-65	12	2,6
65+	26	5,7
Toplam	460	100,0

Anket katılımcılarının yaş grupları dikkate alınarak hazırlanan tablodan; 21-25 yaş arası katılımcıların sayısı 15 (%3,3) olarak ortaya çıkmakta, bununla beraber 26-30 yaş aralığındaki katılımcı sayısı 45 (%9,8), 31-35 yaş aralığındaki katılımcı sayısı 83 (%18), 36-40 yaş grubunda olan katılımcı sayısı 99 (%21,5) olarak görülmektedir.

Yine ilgili tabloda görülebileceği üzere; 41-45 yaş arası katılımcıların sayısı 77 (%16,7) iken 46-50 yaş arasında yer alan katılımcıların sayısı 47 (%10,2) ve 51-55 yaş arasındaki katılımcıların sayısı 35 (%7,6)'dır. Bununla beraber 56-60 yaş aralığındaki katılımcılar 21 (%4,6), 61-65 yaş arasındaki katılımcıların sayısı 12 (%2,6), 65 ve üzeri yaştaki katılımcıların sayısı ise 26 (%5,7)'dir. Ankette 25 yaş altı katılımcıların sayısının azlığı dikkat çekmekle beraber 31-50 arası yaş grubunu

oluşturan katılımcıların fazlalığı ve dağılımı, bu yaş grubunun finansal aktivitelere etkin olarak katıldığı yönünde çıkarımlar yapılmasına izin vermektedir. Orta yaş olarak kabul edilen bu yaş grubuna dahil olanlardan sonraki yaş grubuna dahil olan katılımcıların (51-65 ve üzeri) finansal aktivitelerde yer alma oranının tekrar düştüğü gözlemlenmektedir.

Tablo 6. Anket Katılımcılarının Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı

EĞİTİM DURUMU	Sayı	Yüzde
İlk-Orta	80	17,4
Lise	159	34,6
ÖnLisans-Lisans	138	30,0
Lisansüstü	83	18,0
Toplam	460	100,0

Tablo 6’da katılımcıların eğitim durumu gösterilmektedir. Buna göre ankette yer alan katılımcıların 80’i (%17,4) ilköğretim mezunu, 159’u (%34,6) lise mezunu, 138’i (%30) önlisans ya da lisans derecesinde yükseköğretim / üniversite / mezundur ve ayrıca 83’ü (%18) lisansüstü dereceye sahiptir. Tablodan edinilen bilgiler doğrultusunda; lise ve önlisans / lisans mezuniyet durumuna sahip katılımcıların ağırlıklı olarak tabloda yer aldığı ve katılımcıların eğitim düzeyinin bu iki grupta yoğunlaştığını söylemek mümkün olmaktadır.

Tablo 7. Anket Katılımcılarının Meslek Gruplarına Göre Dağılımı

MESLEK	Sayı	Yüzde
Kamu Ücretli	209	45,4
ÖzelSek. Ücr.	160	34,8
SerbestMeslek	14	3,0
Ev Hanımı	39	8,5
Diğer	38	8,3
Toplam	460	100,0

Tablo-7 anket katılımcılarının eğitim durumlarına göre dağılımını göstermektedir. Tablodan görüleceği üzere; kamu kurum ve kuruluşlarında ücretli olarak çalışan katılımcı sayısı 209 (%45,4), özel sektör kuruluşlarında ücretli olarak

çalışan katılımcı sayısı ise 160 (%34,8)'dir. 460 katılımcı içerisinde 369 kişi ve %80,2 ile çok yüksek bir oranı temsil eden kamu ve özel sektör ücretli çalışanları dışında ev hanımlarının finansal aktivitelere katılımı 39 (%8,5) olarak görülmektedir. Çalışmada; emekli olan ve emekli olmasına rağmen hâlihazırda gelir getirici bir işte çalışmakta olan katılımcıların yanıtları verilerin güvenilirliği açısından birleştirilmiştir.

1.4.2. Katılımcıların Finansal Profili ile İlgili Verilerin Değerlendirilmesi

Anketin çalışmasının ikinci bölümünde; katılımcılara yöneltilen aylık gelir, aylık gelirden tasarruflara ayrılan pay, finansal yatırım türü tercihi, finansal yatırım aracı tercihleri, portföy bilgisi, finansal piyasaları takip etme sıklığı gibi sorular ile katılımcıların finansal profillerine ilişkin verilerin elde edilmesi hedeflenmiştir. Elde edilen veriler tablolar halinde sunulmuştur. İlgili tablolarda katılımcıların gelir, finansal tercihleri ve bilgi edinme, takip etme sıklığı gibi özelliklerine ait mutlak ve nisbi değerler yer almaktadır.

Tablo 8. Anket Katılımcılarının Finans Eğitimi Alma Durumuna Göre dağılımı

FİNANS EĞİTİMİ ALDINIZ MI?	Sayı	Yüzde
Evet	118	25,7
Hayır	342	74,3
Toplam	460	100,0

Ankete katılan toplam 460 katılımcı arasında daha önce finans eğitimi ya da finansla ilgili kurs alanların sayısı 118 (%25,7) iken, almayanların sayısı ise 342 (%74,3)'dir.

Tablo 9. Anket Katılımcılarının Gelirlerine Göre Dağılımı

GELİR (₺)	Sayı	Yüzde
1-1000	214	46,5
1001-2000	120	26,1
2001-4000	74	16,1
4001-6000	52	11,3
Toplam	460	100,0

Tablo-9 katılımcıların gelirlerine dağılımını göstermektedir. İlgili veriler doğrultusunda tablodan; geliri ₺1-1000 arasında olan katılımcıların sayısının 214 (%46,5), geliri ₺1001-2000 arasında olan katılımcıların sayısının 120 (%26,1) olduğunu, ₺2001-4000 arasında gelire sahip olan katılımcıların sayısının 74 (%16,1) ve ₺4001-6000 arasında gelire sahip olan katılımcıların sayısının ise 52 (%11,3) olduğunu görmek mümkündür. ₺6000 ve üzeri gelir için katılımcılara ankette seçenek sunulmuş olup bu seçeneği işaretleyen hiçbir katılımcı çıkmamıştır. ₺1-1000 arası gelire sahip katılımcıların sayısının ve ağırlığının çokluğu dikkat çekmektedir.

Tablo 10. Anket Katılımcılarının Finansal Yatırımları İçin Gelirlerinden Ayırdığı Paya Göre Dağılımı

FİNANSAL YATIRIMLAR İÇİN GELİRDEN AYRILAN PAY (₺)	Sayı	Yüzde
1-250	198	43,0
251-500	186	40,4
501-1000	49	10,7
1001-3000	20	4,3
3000 ve üzeri	7	1,5
Total	460	100,0

Tablo-10 anket katılımcılarının gelirlerinden finansal tasarrufta bulunmak üzere ayırdıkları payı göstermektedir. Tablodaki veriler doğrultusunda katılımcıların ₺1-250 ve ₺251-500 seçeneklerinde bir ağırlık oluşturduğu ve bu iki seçeneğin toplam katılımcıların %83'4'ünü teşkil ettiği düşünüldüğünde anket verileri doğrultusunda Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların geniş bir kesiminin gelirlerinden finansal tasarrufları için ayırdıkları tutarın ₺1-500 arasında olduğu söylenebilir.

Tablo 11. Anket Katılımcılarının Yatırım Türlerine Göre Dağılımı

YATIRIM TÜRLERİ	Sayı	Yüzde
Gayrimenkul	28	6,1
Fin.Yat.Araç.	409	88,9
Bir.Emeklilik	14	3,0
Diğer	9	2,0
Toplam	460	100,0

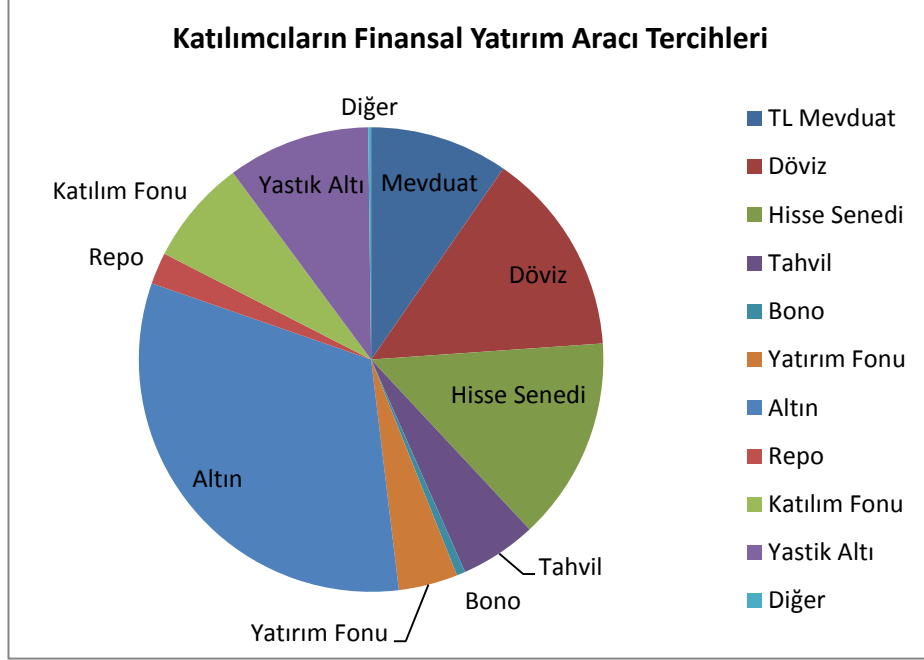
Tablo-11 anket katılımcılarının yatırım türlerini göstermektedir. Buna göre; döviz, hisse senedi, altın gibi halk arasında daha çok bilinen ve tercih edilen finansal yatırım araçlarının katılımcılar arasında çok fazla tercih edildiği gözlenmektedir. 460 katılımcının 409'u (%88,9) yatırım tercihini finansal yatırım araçlarından yana kullanmaktadır. Bu noktada son yıllarda bankacılık ürünleri arasında önem kazanan, tasarrufların ekonomiye kazandırılmasında ve kayıt altında tutulmasında önem arz eden bireysel emeklilik fonlarının; 10 sene prim ödeme şartı ve belli bir yaş sınırından sonra ancak geri dönüşüm sağlaması gibi özellikleri nedeniyle ayrı tutulduğunu söylemekte fayda vardır. Söz konusu süre Türkiye şartları nispetinde hayli uzun bir dönem kabul edilmektedir. Bu sebeple bireysel emeklilik seçeneğine finansal yatırım araçları arasında yer verilmemiş ve ayrı bir seçenekte değerlendirilmiştir.

Tablo 12. Anket Katılımcılarının Finansal Yatırım Aracı Tercihleri

FİNANSAL YATIRIM ARACI TÜRÜ*	Sayı	Yüzde
Mevduat	96	9,6
Doviz Mevduat	142	14,2
Hisse Senedi	141	14,1
Tahvil	53	5,3
Bono	6	0,6
Yatırım Fonları	41	4,1
Altın	321	32,2
Repo	22	2,2
Sukuk	0	-
Faizsiz Katılım Fonları	73	7,3
Yastık Altı	99	9,9
Diğer	2	0,02
Toplam	996	100*

* Birden çok finansal yatırım aracının seçilmesine olanak tanınmıştır.

Grafik 1. Katılımcıların Finansal Yatırım Aracı Tercihleri Dağılımının Grafikselsel Gösterimi



Tablo-12, anket katılımcılarının finansal yatırım aracı tercihlerini ve nisbi ağırlıklarını, Grafik-4 ise söz konusu tercihlerin dilimli pasta grafik ile ölçümlendirilmiş halini vermektedir. Katılımcıların tercih ettiği finansal yatırım araçları içerisinde en çok ilgi gören ve en fazla tercih edilen yatırım aracı altındır. Geleneksel yatırım araçlarından biri olan altının hemen ardından birbirine çok yakın seviyelerde yabancı para mevduat ve hisse senedi yatırımı gelmektedir. Yerli para mevduatın ikinci basamakta sıralandığı tercihler içerisinde yastık altı yatırımların oranı da dikkat çekmektedir. Bununla beraber yatırım tercihleri dağılımında önemli yer kaplayan iki finansal varlıktan altın ve yastık altı tasarrufları birlikte ele alındığında, yatırımcıların geçmiş dönemdeki saklama alışkanlıklarının bu iki finansal araçla beraber sürmekte olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 13. Katılımcıların Portföylerindeki Finansal Yatırım Araçlarının Sayısal Dağılımı

PORTFÖYÜNÜZ KAÇ ÇEŞİT YATIRIM ARACINDAN OLUŞUYOR?	Sayı	Yüzde
1	165	35,9
2	190	41,3
3	63	13,7
4	5	1,1
5 ve üzeri	37	8,0
Toplam	460	100,0

Ankete katılanların portföylerinin kaç çeşit finansal yatırım aracından oluştuğu hakkındaki verilere bakıldığında; tek bir finansal yatırım aracından oluşan portföy seçeneğini işaretleyen katılımcı sayısının 165 (%35,9), iki finansal yatırım aracından oluşan portföy seçeneğini işaretleyen katılımcı sayısının 190 (%41,3) olduğu görülmektedir. Bu veriler katılımcıların mevcut portföylerini değişik finansal yatırım araçlarından oluşturmayı tercih etmediğini göstermektedir.

Tablo 14. Katılımcıların Finans Piyasalarını Takip Etme Sıklığı

PİYASALARI İZLEME SIKLIĞI	Sayı	Yüzde
İzlemiyor	75	16,3
Her Gün	191	41,5
Haftalık	87	18,9
Aylık	107	23,3
Toplam	460	100,0

Ankete katılanların finans piyasalarını izleme sıklığına bakıldığında “her gün izliyorum” seçeneğini işaretleyenlerin 191 kişi ile (%41,5) en yüksek dilimi oluşturduğu görülmektedir. Finans piyasalarını aylık izleyenlerin sayısı ise 107 (%23,3) olarak görülmektedir. Finans piyasalarını hiç izlemeyenlerle haftalık takip edenlerin sayısının birbirine yakın olduğu ayrıca gözlenmektedir.

Tablo 15. Katılımcıların Kaç Yıldır Finansal Araçlara Yatırım Yaptıklarına Dair Dağılım Tablosu

KAÇ YILDIR YATIRIM YAPIYORSUNUZ?	Sayı	Yüzde
0-1	30	6,5
2-5	100	21,7
6-10	156	33,9
11-20	89	19,3
21 ve üzeri	85	18,5
Toplam	460	100,0

Katılımcıların kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yaptıkları konusunda verdiği yanıtlara bakıldığında; yanıtlarını 0-1 yıl gibi kısa sayılabilecek bir süre olarak verenlerin sayısının azlığı dikkat çekmektedir. 6-10 yıl arası yatırım yapanların ağırlığı (%33,9) oluşturduğu tabloda diğer seçeneklerin dengeli olduğu görülmektedir.

Tablo 16. Katılımcıların Portföy Kâr / Zarar Durumlarını İzleme Sıklığı

PORTFÖY KAR/ZARAR İZLEME SIKLIĞI	Sayı	Yüzde
İzlemiyor	96	20,9
Her Gün	112	24,3
Haftalık	45	9,8
Aylık	161	35,0
Yıllık	46	10,0
Toplam	460	100,0

Katılımcıların portföylerinin kâr / zarar durumlarını izleme sıklığına dair bilgilere bakıldığında; aylık olarak portföy kâr / zarar takibi yapanların sayısının 161 (%35) ile en çok ağırlığa sahip seçenek olduğu görülmektedir. Bunun yanında her gün izleyenlerin sayısı 112 (%24,3) ile hemen sonrasında yer almaktadır. Portföy kâr / zarar durumunu takip etmeyenlerin sayısı ise 96 (%20,9) olmakla beraber hayli dikkat çekicidir.

Tablo 17. Katılımcıların Finansal Varlıkları Elde Tutma Süresine İlişkin Dağılım

FİNANSAL VARLIKLARI ELDE TUTMA SÜRESİ	Sayı	Yüzde
1 ay	61	13,3
1 yıl	310	67,4
2-5 yıl	41	8,9
6 ve üzeri yıl	48	10,4
Toplam	460	100,0

Ankete katılanların büyük bir çoğunluğu finansal yatırım araçlarını ortalama 1 yıl süre zarfında elinde tuttuğunu belirtmişlerdir. %67,4 ile diğer seçenekler arasında en öne çıkan yanıt olan 1 yıl elde tutma süresini 61 katılımcının işaretlediği (%13,3) 1 ay elde tuttuğunu belirten katılımcılar takip etmektedir. 1 hafta elde tutma seçeneği katılımcılara sunulmasına rağmen işaretlenmemiştir.

Tablo 18. Katılımcıların Portföylerini İzlemede Kullandıkları Bilgi Kaynaklarına İlişkin Dağılım

BİLGİ KAYNAKLARI *	Sayı	Yüzde
Kendi Değ.	171	18,0
Gazete-TV	311	32,9
İnternet	320	33,8
Sosyal Çev.	56	5,9
Aracı Kur.	82	8,6
Diğer	5	0,5
Toplam	945	100 *

* Birden çok finansal yatırım aracının seçilmesine olanak tanınmıştır.

Tabloya bakıldığında; katılımcıların finansal portföylerini takip etmede kullandıkları bilgi kaynakları bakımından en sık kullandıklarının gazete-TV ve internet olduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda bilgi ve iletişim hızının yüksek olduğu, teknolojinin her geçen gün insan hayatında daha çok yer ettiğinden hareketle bireysel yatırımcıların da portföy izleme de kullandıkları kaynakların bu değişimi yansıttığını söylemek mümkündür. Başka bir bilgi kaynağına ihtiyaç duymadan kendi değerlendirmeleri doğrultusunda portföylerini izleyen katılımcıların ağırlığı (%18) ayrıca dikkat çekmektedir.

Tablo 19. Katılımcıların Finansal Yatırımlardan Temel Beklentilerine İlişkin Dağılım

YATIRIMDAN TEMEL BEKLENTİ	Sayı	Yüzde
Yüksek Getiri	147	32,0
Serm.Koruma	125	27,2
Sürekli Gelir	97	21,1
Port.Riski Azal.	91	19,8
Toplam	460	100,0

Anket katılımcılarının finansal yatırımlarından öncelikle ne beklediği sorusuna verdikleri cevaplar değerlendirildiğinde; yüksek getiri 147 (%32) ve sermayeyi koruma isteğinin 125 (%27,2) ön plana çıktığı görülmektedir.

1.4.3. Katılımcıların Davranışsal Eğilimleriyle İlgili Önermelerin Değerlendirilmesi

Bu bölümde; çalışmada katılımcıların davranışsal finans yaklaşımına konu olan eğilimleri hangi ölçüde taşıdıklarının ölçümü amacıyla katılımcılara yöneltilen davranışsal finans eğilimlerine ait önermeler değerlendirilmiştir. Literatürdeki çalışmalarda yatırımcıların göstermiş oldukları eğilimler oranında sayıları birbirinden farklı olarak hazırlanan önermeler nispetinde Afyonkarahisar ilindeki yatırımcıların davranışsal eğilimlerinin ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır.

Önermeler; kesinlikle katılıyorum (5), katılıyorum (4), kararsızım (3), katılmıyorum (2) ve kesinlikle katılmıyorum (1) şeklinde 5’li Likert Ölçeği’ne göre derecelendirilmiştir. Tüm önermeler için minimum değer (1), maksimum değer (5) olarak alınmıştır. Bunun haricinde davranışsal yatırımcı eğilimlerine ilişkin mod ve medyan ağırlıkları ilgili tablolara yansıtılmıştır.

Bulguların ilgili tablolarda değerlendirilmesine geçildiğinde; katılımcıların “kendine aşırı güvenme eğilimi”ni yansıtması amacıyla yöneltilen önermeler de A, B ve C şeklinde harf ataması yapılarak aşağıdaki şekilde gruplandırılmıştır:

Kendine aşırı güvenme eğilimi ile ilgili A Önermesi: “Finansal yatırım aşamasında sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğunu düşünürüm”.

Kendine aşırı güvenme eğilimi ile ilgili B Önermesi: “Finansal yatırımlarım konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığıma dair kendime güvenim tamdır”.

Kendine aşırı güvenme eğilimi ile ilgili C Önermesi: “Finansal yatırımlarımın getirileri daima piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir”.

Tablo 20. Aşırı Güven Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

AŞIRI GÜVEN İLE İLGİLİ ÖNERMELER	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi
Toplam	460	460	460
Ortalama	3,7043	3,9978	2,9152
Medyan	4,0000	4,0000	3,0000
Mod	4,00	4,00	3,00

Anket çalışmasında yer alan 460 katılımcının yanıtları doğrultusunda frekans analizi kullanılarak oluşturulmuş tablodan ilgili veriler değerlendirildiğinde; finansal yatırım aşamasında sahip olduğu bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğunu düşünen katılımcılara dair kurulan A önermesinin ağırlık oranının 3,70 ortalamayla “katılıyorum (4)” seçeneğine yakın olduğu sonucuna varılmaktadır. B önermesi dahilinde finansal yatırımları konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığına dair kendine güveninin tam olduğunu düşünen katılımcılar ise 3,99 ortalamayla aşırı güven eğilimini temsil etmeleri bakımından yine “katılıyorum (4)” seçeneği içerisindedirler. Finansal yatırımlarının getirilerinin daima piyasadaki ortalama getirilerin üzerinde olduğunu belirten katılımcılar ise ilgili önermeye kayıtsız kalmışlardır.

Bu bulgular ışığında Afyonkarahisar’daki bireysel yatırımcıların aşırı güven eğilimi kapsamında kurulan 3 önermenin 2’sine dair güçlü eğilim gösterdikleri söylenebilmektedir.

Tablo 21. Aşırı İyimserlik Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

AŞIRI İYİMSERLİK İLE İLGİLİ ÖNERMELER	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi	D Önermesi
Toplam	460	460	460	460
Ortalama	4,1500	2,7870	3,3630	3,6174
Medyan	4,0000	3,0000	3,0000	4,0000
Mod	4,00	3,00	4,00	3,00

Aşırı iyimserlik eğiliminin katılımcılar üzerindeki temsilini belirlemek üzere kurulan önermelerden biri olan A önermesi; piyasada az sayıda yatırımcının erişebileceği bilgilerin yatırımcılara finansal yatırımlarında mutlak avantaj sağladığı yönündedir. Bu önermenin kütle içerisindeki oranı 4,15 ile kuvvetli sayılabilecek bir ortalama sergilemektedir. Gelecek dönemde yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünen aşırı iyimser eğilimdeki katılımcılara yönelik kurulan B önermesi; anket katılımcıları arasında 2,78 ortalamaya sahip olmuştur. Finansal yatırımlarının gelecek dönemde kazandıracağına dair güçlü beklenti içerisinde olan aşırı iyimserlik eğilimindeki katılımcıları temsil eden C önermesi; 3,36 ortalama ile yer almıştır. Gelecek döneme dair kaybettirebilecek finansal yatırım araçları konusunda kendi portföyünün değil diğer yatırımcıların portföylerinin kaybettireceğine dair yatırımcıların eğilimini ölçmek için kurulan D önermesi ise; 3,61 ortalama ile çalışmada yer almıştır.

Bu bilgiler ışığında Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların aşırı iyimserlik eğilimi kapsamında kurulan 4 önermenin 2'sine dair güçlü eğilim gösterdikleri gözlenmektedir.

Tablo 22. Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

AKLA GELİŞ KOLAYLIĞI EĞİLİMİ	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi	D Önermesi
Toplam	460	460	460	460
Ortalama	3,6130	3,5391	4,1435	3,7174
Medyan	4,0000	4,0000	4,0000	4,0000
Mod	4,00	4,00	4,00	4,00

Akla geliş kolaylığı ya da mevcudiyet eğilimi olarak bilinen eğilimi Afyonkarahisar'daki yatırımcıların ne şekilde temsil ettiğini belirlemek üzere 4 farklı kompozisyon üzerine önermeler hazırlanmıştır. Bu önermelerden ilki; bir finansal yatırım aracının önceki dönemlerde kazandırmış olmasına rağmen şu an zarar ettirse dahi ileriki dönemde tekrar mutlaka kazandıracağını düşünen yatırımcıları temsilen kurulan A önermesidir. Bu önerme 3,61 ortalama ile yatırımcıların akla geliş kolaylığı eğilimini taşıdıklarını göstermektedir. Bir finansal yatırım aracının kâr ya da zarar ettiği dönemlerdeki performansını bir süre sonra tekrarlayacağı beklentisinde olan katılımcılar için düzenlenen B önermesi, 3,53 ortalamaya sahiptir.

Bir finansal yatırım aracına ait akılda kalan dikkat çekici bir performansın, aynı tür finansal yatırım aracına tekrar yatırım yapılmak istendiğinde yatırım kararı üzerinde etkili olacağına dair kurulan C önermesi, 4,14 ortalamaıyla yatırımcıların bu eğilimi taşıdıklarını ifade etmektedir. Bir finansal yatırım aracının birkaç dönem ard arda kazandırması halinde yakın zamanda kaybettireceğini, birkaç dönem ard arda kaybettirmesi halinde yakın zamanda kazandıracığı yönündeki eğilimi ölçmek üzerine kurulmuş D önermesi ise; 3,71 ortalamaıyla bu önermeye katılımın olduğunu göstermektedir.

Tablo 23. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

PIŞMANLIKTAN KAÇINMA EĞİLİMİ	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi
Toplam	460	460	460
Ortalama	4,1652	3,5087	3,9587
Medyan	4,0000	4,0000	4,0000
Mod	5,00	4,00	5,00

Pişmanlıktan kaçınma eğiliminin katılımcılar üzerinde var olup olmadığını bulgulamaya yönelik 3 önerme kurulmuştur. Bunlardan ilki; bir finansal yatırım aracına ilişkin zararı söz konusu olduğunda zararını karşılayana kadar o finansal yatırım aracını elinden çıkarmayanlara yönelik kurulan A önermesidir. Neticesinde bu önermeye dair bulgular 4,16 ortalama, yatırımcıların bu eğilimi taşıdıklarına dair kuvvetli bir sonuçtur. Pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile ilgili kurulan bir diğer önerme; portföyünde bulunan bir finansal yatırım aracını alış maliyetini karşıladığında satma kararı verecek yatırımcılara yönelik kurulan B önermesidir. Bu önerme; 3,50 ortalamaıyla çalışmada yer almaktadır. Pişmanlıktan kaçınma eğilimine yönelik kurulan son önerme ise; X ve Y olmak üzere iki finansal araçtan oluşan bir portföyü olanlar içinde acil nakit ihtiyacı halinde maliyetleri aynı olan bu 2 yatırım aracından %15 kazandıran A ürünü yerine %15 kaybettiren B ürününü satmayı tercih edenlere yönelik kurulan C önermesidir. Ortaya çıkan 3,95 ortalama, yatırımcıların finansal araçlarının performansından ötürü kazandıran değil kaybettiren araçları satacağına dair güçlü bulgular vermiştir ve bu durum kazandıran finansal araçların öncelikle satılacağına dair varsayımlar ileri süren pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile ters düşmektedir.

Tablo 24. Kayıptan Kaçınma Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

KAYIPTAN KAÇINMA EĞİLİMİ	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi
Toplam	460	460	460
Ortalama	3,2870	4,0304	2,3652
Medyan	3,0000	4,0000	2,0000
Mod	4,00	4,00	2,00

Kayıptan kaçınma eğiliminin katılımcılar üzerinde var olup olmadığını bulgulamaya yönelik 3 önerme kurulmuştur. Bu önermelerin ilki; getirisi düşük/riski az olan yatırım araçlarını riski yüksek/getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih edenleri temsilen hazırlanan A önermesidir. 3,28 ortalamaıyla A önermesi, katılımcıların ilgili önerme konusunda kararsız kaldıklarını ortaya çıkarmıştır. B ve C önermeleri yatırımcıların kazanç ve kayıp olasılıklarında göze aldıkları risk düzeyinin tutarlı olup olmadığını test etmek amacıyla kurulmuştur. Bu bağlamda kayıptan kaçınma eğilimi konusunda kurulan ilk önerme; %80 olasılıkla ₺4.000 kazanmak yerine %100 olasılıkla ₺3.000 kazanmayı tercih edenlere yönelik hazırlanan B önermesidir. Kayıp olasılığına dair kurulmuş, 4,03 ortalamaya sahip B önermesi ve 2,36 ortalamaya sahip kazanç olasılığına dair kurulmuş C önermesi Kahneman ve Tversky'nin yansıma etkisi dahilinde ele aldığı önermelerin benzeri sorulmak suretiyle hazırlanmıştır. Katılımcıların, olası kayıp ve kazanç senaryoları verilerek her ikisinde alacakları risk düzeyini ölçmek için sunulan önermelere verdikleri yanıtlar neticesinde; kazanç senaryosu halinde alınacak risk düzeyi ile kaybetme senaryosu dahilinde alınacak riskin aynı olmadığı gözlenmiştir. Bu durum kayıptan kaçınma eğiliminde yansıma etkisinin, bir başka deyişle; kazanç olasılığında riskten kaçınma, kayıp olasılığı halinde riske katlanma şeklinde ortaya çıkan etkinin ankete katılanlar üzerinde etkisinin görüldüğü anlamına gelmektedir.

Tablo 25. Temsil Etme Eğilimi Taşıyan Katılımcıların Ağırlık Tablosu

TEMSİL ETME EĞİLİMİ	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi
Toplam	460	460	460
Ortalama	4,2261	2,4304	3,7413
Medyan	4,0000	2,0000	4,0000
Mod	5,00	2,00	4,00

Temsil etme eğiliminin katılımcılar üzerinde var olup olmadığını test etmeye yönelik 3 önerme kurulmuştur. Bu önermelerin ilki; bir finansal yatırım aracına ait önceki olumlu performansları veya olumlu bilgileri hafızasında tutup sonraki yatırımlarında kullanan katılımcıları ölçmeye yönelik hazırlanan A önermesidir. A önermesi 4,22 ortalamayla yatırımcıların bu eğilimi kuvvetli biçimde taşıdığını göstermektedir. Temsil etme eğiliminin testine dair diğer önerme; mevduata düşük faiz veren tanınmış ve büyük ölçekteki bankalar yerine yüksek faiz veren ama nispeten tanınmamış ve küçük ölçekli bankaları tercih edenlere yönelik hazırlanan B önermesidir. 2,43 ortalamaya sahip B önermesinden sağlanan bulgular; yatırımcıların bu önerme bağlamında duygusal eğilimler taşıdığını ve yüksek faiz veren küçük bankalara rağbet göstermediğini ortaya çıkarmaktadır. Büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetlerinin iyi olduğu ve getirilerinin hep yüksek olduğuna dair kurulan C önermesi ise 3,74 ortalamaya sahip olup, büyük ölçekteki şirketlere ait beklenen hisse senedi getirilerinin, yatırımcıların şirket ölçeğiyle orantılı şekilde kazanç getireceğini düşündüklerini göstermektedir.

Grup önermeler şeklinde analiz edilen davranışsal eğilimler bu şekilde iken, geriye kalan eğilimler tekil olmaları sebebiyle bu noktadan itibaren birbirlerine yakınlıkları gözetilerek gruplandırılmış ve değerlendirilmeye alınmıştır. Bu bağlamda bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren davranışsal faktörler kısmında ele alınan eğilimler kapsamında bir gruplandırmaya gidilmiş ve ilgili veri tabloları hazırlanmıştır.

İlk tablo bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren davranışsal faktörlerden kendi durumunu değerlendirememeye faktörü ile ilgili hazırlanmış 3 önermeyi kapsamaktadır.

Tablo 26. Kendi Durumunu Değerlendirememeye Eğilimine Yönelik Diğer Önermelerin Ağırlık Tablosu

KENDİ DURUMUNU DEĞERLENDİREMEME EĞİLİMİ-DİĞER	A Önermesi	B Önermesi	C Önermesi
Toplam	460	460	460
Ortalama	3,7413	3,7913	2,7022
Medyan	4,0000	4,0000	3,0000
Mod	4,00	4,00	3,00

Finansal yatırım araçlarının kaybettirmesini kötü şans veya diğer dışsal faktörlere bağlayan yatırımcılara yönelik hazırlanan A önermesi, yansıttığı hataları yanlış değerlendirme eğiliminin 3,74 ortalamaıyla katılımcılar üzerinde etkili olduğunu göstermekte, bir başa deyişle; yatırımcıların söz konusu başarısızlıklara dair kendilerinde hata bulmadıklarını göstermektedir. Yatırımcılar başarısızlıklarının sebeplerini talih, şans gibi diğer faktörlere bağlamaktadırlar. Bir finansal yatırım aracının herhangi bir dönemdeki performansı sonrasında gerçekleşen performans sonrasında; olacakları önceden bildiği yönünde kaniya sahip olan yatırımcılar için ise B önermesi hazırlanmıştır. B önermesi 3,79 ortalamaıyla yatırımcıların olacakları önceden bilme eğilimini taşıdıklarını göstermektedir. Kendini doğrulatma eğilimini test etmek için hazırlanan C önermesi ise; çevresinde kendi finansal yatırım tercihlerine benzer tercihlerin bulunmasını önemseyen yatırımcılar için hazırlanmıştır. Analiz neticesinde C önermesinin ortalaması 2,70 olarak bulgulanmıştır. Bu durum Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların kendini doğrulatma eğilimi göstermedikleri şeklinde yorumlanmaktadır.

Tablo 27. Bilgi Ve İletişim Kaynaklı Diğer Eğilimlere Yönelik Önermelerin Ağırlık Tablosu

BİLGİ VE İLETİŞİM KAYNAKLI DİĞER EĞİLİMLER	A Önermesi	B Önermesi
Toplam	460	460
Ortalama	4,2543	3,8522
Medyan	4,0000	4,0000
Mod	4,00	4,00

Demirleme / referans alma eğilimini test etmek üzere; bir finansal yatırım aracına ilişkin kafasında bir satın alma – satma noktası belirleyip satın alma / satma reaksiyonu için fiyatın o noktaya gelmesini bekleyenlere yönelik A önermesi hazırlanmıştır. A önermesi 4,25 ortalamaya sahip olmakla beraber yatırımcıların bu eğilimi kuvvetli bir şekilde yansıttıklarını göstermektedir. Çerçeveleme yanılığının yatırımcılar üzerinde test edilmesine yönelik hazırlanan B önermesi; benzer X ve Y portföylerine yönelik seçim yapma durumunda olsalar, %80 oranında faydalı olduğunu düşündükleri X portföyünü %20 oranında faydalı olmadığını düşündükleri Y portföyüne tercih edecekleri varsayımıyla hazırlanmıştır. B önermesi 3,85

ortalamayla katılımcıların çerçeveleme eğiliminin etkisiyle hareket ettiklerini göstermektedir.

Tablo 28. Duygusal Eğilimlere Yönelik Diğer Önermelerin Ağırlık Tablosu

DUYGUSAL EĞİLİMLERE AİT DİĞER ÖNERMELER	A Önermesi	B Önermesi
Toplam	460	460
Ortalama	3,9587	3,8978
Medyan	4,0000	4,0000
Mod	4,00	4,00

Yatırımcıların duygusal eğilimlerini test etmeye yönelik hazırlanan önermelerden biri; bilineni tercih etme eğilimini temsilen iki finansal yatırım aracı arasında kararsız kaldığında, hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğu finansal yatırım aracını seçen yatırımcılar üzerine kurulan A önermesidir. 3,95 ortalamaya sahip A önermesi, yatırımcıların bilineni tercih etme eğilimini taşıdıklarını göstermektedir. B önermesi ise; finansal yatırım kararı verirken yatırım sonrasında yaşanabilecek olası hayal kırıklıklarının dikkate alınıp alınmadığına yönelik kurulmuştur. Bu önerme; 3,89 ortalamayla yatırımcıların yatırım sonrasındaki hayal kırıklığı olasılığını da yatırım kararları aşamasına dahil ettiklerini göstermektedir.

Tablo 29. Sosyal Eğilimlere Yönelik Önermelerin Ağırlık Tablosu

SOSYAL EĞİLİMLERE AİT ÖNERMELER	A Önermesi	B Önermesi
Toplam	460	460
Ortalama	3,6783	2,8630
Medyan	4,0000	3,0000
Mod	4,00	3,00

Sosyal eğilimlerin testine yönelik çoğunluğa uyma eğilimini (sürü eğilimi) ölçmek için hazırlanan önerme tabloda A önermesi olarak gösterilmiştir. A önermesi piyasadaki diğer yatırımcıların tercihlerinin önem arz edip etmediği ve yatırımcıların çoğunluğu izleyip izlemedikleri yönündeki varsayımın 3,67 oranında ortalamaya sahip olduğunu göstermektedir. Diğer yatırımcıların davranışlarına anlam verilemediği zamanlarda alış-satış hareketlerinin artacağı şeklinde kurulan B önermesi ise yatırımcıların birbirini takip etmesi / peşinden gitmesi eğilimini test etmektedir. Analizde B önermesinin ortalaması 2,86 olarak bulunmuştur. Böylesi bir

durumda yatırımcılar diğer yatırımcıların olağandışı hareketliliğinden etkilenmemekte ve onları takip etme eğilimi göstermemektedirler.

1.4.4. Verilerin Çapraz Tablolama Yöntemiyle Değerlendirilmesi

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde katılımcıların sosyo-demografik özellikleri ve finansal profillerine ilişkin veri setleri, davranışsal eğilimler ile ki-kare testi (χ^2 /chi – square) kullanılarak çapraz değerlendirmeye ele alınacaktır. Ki-kare testi parametrik olmayan bir test türüdür ve iki değişken arasında ilişki olup olmadığının analizinde kullanılmaktadır. Eğer iki değişkenin arasında ilişki yok ise bu değişkenler birbirlerine göre bağımsız değişken durumundadırlar.

Ki-kare testi gözlenen frekans değerleri ile beklenen frekans değerlerini karşılaştırmaktadır. Çapraz tablolama (crosstabulation) yöntemiyle her bir hücre bazında söz konusu iki değer arasındaki farkın kareleri alınarak beklenen değere bölünmektedir. Elde edilen oranların toplamı (χ^2) istatistiğini oluşturmaktadır. (χ^2) istatistiği (anlamlılık seviyesi), Pearson ki-kare değeri adı verilen 0,05 değeriyle karşılaştırıldığında eğer 0,05'ten küçük ise ölçülen iki değişkenin arasında anlamlı bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Eğer tesbit edilen (χ^2) istatistiği 0,05'ten büyük ise o zaman iki değişkenin arasında anlamlı bir ilişkiden söz edilememektedir.

Çalışmada Ki-kare testi ile; aralarında ilişki olduğu düşünülen değişkenlere ilişkin hipotezlerin test edilmesi ve ayrıca değişkenlerin aralarındaki ilişkinin yoğunluğunun test edilmesi amaçlanmaktadır. İki değişkenin birbiriyle anlamlı bir ilişkisinin olmaması, bir başka ifadeyle; değişkenlerin birbirinden bağımsız olması H_0 hipotezi (Hypothesis null) olarak, değişkenlerin birbiriyle ilişkisinin olması ise H_1 hipotezi olarak varsayılmaktadır. Çalışma kapsamında kurulacak hipotezler de bu varsayım doğrultusunda olacaktır. Kurulacak hipotezlerle aralarında anlamlılık ilişkisi aranacak iki değişken, satır ve sütunlara yerleştirilerek Pearson ki-kare (χ^2) değerleri ile beraber analiz edilecektir.

ÇAPRAZ ANALİZ-1:

Sütun : Kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıyorsunuz?

Satır : Cinsiyetiniz nedir?

H_0 : Cinsiyet ile kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıldığı arasında ilişki yoktur.

H_1 : Cinsiyet ile kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıldığı arasında ilişki vardır.

Tablo 30. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Kaç Yıldır Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yaptıkları Arasındaki İlişki Tablosu

Cinsiyet		Kaç yıldır finansal araçlara yatırım yapıldığı (yıl)					Toplam
		0-1	2-5	6-10	11-20	21 +	
Erkek	Gözlenen Değer	8	75	141	67	45	336
	Beklenen Değer	29,9	71,9	98,4	63,9	71,9	336,0
	Satır	2,4%	22,3%	42,0%	19,9%	13,4%	100,0%
	Sütun	15,4%	60,0%	82,5%	60,4%	36,0%	57,5%
	Toplam %	1,4%	12,8%	24,1%	11,5%	7,7%	57,5%
Kadın	Gözlenen Değer	44	50	30	44	80	248
	Beklenen Değer	22,1	53,1	72,6	47,1	53,1	248,0
	Satır	17,7%	20,2%	12,1%	17,7%	32,3%	100,0%
	Sütun	84,6%	40,0%	17,5%	39,6%	64,0%	42,5%
	Toplam %	7,5%	8,6%	5,1%	7,5%	13,7%	42,5%
Toplam	Gözlenen Değer	52	125	171	111	125	584
	Beklenen Değer	52,0	125,0	171,0	111,0	125,0	584,0
	Satır	8,9%	21,4%	29,3%	19,0%	21,4%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	8,9%	21,4%	29,3%	19,0%	21,4%	100,0%

$$(\chi^2) = 105,681 \text{ df}=4, P(0,000) < 0,05 \quad H_0 = \text{Red}, H_1 = \text{Kabul}$$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların cinsiyeti ile kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yaptıkları arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Buna göre; son 1 yıl içinde yatırım yapmaya başlayanlar içerisinde %84,6 ile kadınlar ön plana çıkmaktadır. 2-5 yıl arasında yatırım yapar durumdaki yatırımcılar arasında erkeklerin (%60) oranı daha fazladır. Bununla beraber 6-10 yıl arasında erkekler

%82,5 ile daha uzun süreli yer almakta, 11-20 yıl arasında da yine %60,4'lük bir oranla erkekler uzun süreli yatırımcılar konumundadır. İlgi çeken nokta ise; kadınların 21 ve üzeri yıllar gözetilerek finansal araçlara yatırım yapma süresinde ölçülen değerler arasında %64 ile dikkat çekiyor olmasıdır. Bu durum ilgili bölümde verilmiş ve frekans testi ile hazırlanmış finansal yatırım aracı tercihleriyle ele alındığında; uzun süreli yatırım yapan kadın yatırımcıların altın yatırımlarına sahip olan yatırımcılar olduğu konusunda çıkarım yapılmasına olanak tanımaktadır.

ÇAPRAZ ANALİZ-2:

Sütun : Cinsiyetiniz nedir?

Satır : Piyasada az sayıda yatırımcının erişebileceği bilgiler finansal yatırımlarımda bana mutlak avantaj sağlar (aşırı iyimserlik eğilimi).

H_0 : Cinsiyet ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Cinsiyet ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında ilişki vardır.

Tablo 31. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Aşırı İyimserlik Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

AŞIRI İYİMSERLİK EĞİLİMİ		Cinsiyet		Toplam
		Erkek	Kadın	
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	16	8	24
	Beklenen Değer	13,8	10,2	24,0
	Satır	66,7%	33,3%	100,0%
	Sütun	4,8%	3,2%	4,1%
	Toplam %	2,7%	1,4%	4,1%
Kararsızım	Gözlenen Değer	39	48	87
	Beklenen Değer	50,1	36,9	87,0
	Satır	44,8%	55,2%	100,0%
	Sütun	11,6%	19,4%	14,9%
	Toplam %	6,7%	8,2%	14,9%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	154	102	256
	Beklenen Değer	147,3	108,7	256,0
	Satır	60,2%	39,8%	100,0%
	Sütun	45,8%	41,1%	43,8%
	Toplam %	26,4%	17,5%	43,8%
Kesinlikle Katılıyorum	Gözlenen Değer	127	90	217
	Beklenen Değer	124,8	92,2	217,0
	Satır	58,5%	41,5%	100,0%
	Sütun	37,8%	36,3%	37,2%
	Toplam %	21,7%	15,4%	37,2%
Toplam	Gözlenen Değer	336	248	584
	Beklenen Değer	336,0	248,0	584,0
	Satır	57,5%	42,5%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	57,5%	42,5%	100,0%

$(\chi^2) = 7,376$ $df = 3$, $P(0,06) > 0,05$ $H_0 = \text{Kabul}$, $H_1 = \text{Red}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların cinsiyeti ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-3:

Sütun : Cinsiyetiniz nedir?

Satır : Bir finansal yatırım aracı kâr ya da zarar ettiği dönemlerdeki performansını bir süre sonra tekrarlar (akla geliş kolaylığı eğilimi).

H_0 : Cinsiyet ile akla geliş kolaylığı eğilimi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Cinsiyet ile akla geliş kolaylığı eğilimi arasında ilişki vardır.

Tablo 32. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

AKLA GELİŞ KOLAYLIĞI EĞİLİMİ		Cinsiyet		Toplam
		Erkek	Kadın	
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	31	8	39
	Beklenen Değer	22,4	16,6	39,0
	Satır	79,5%	20,5%	100,0%
	Sütun	9,2%	3,2%	6,7%
	Toplam %	5,3%	1,4%	6,7%
Kararsızım	Gözlenen Değer	101	84	185
	Beklenen Değer	106,4	78,6	185,0
	Satır	54,6%	45,4%	100,0%
	Sütun	30,1%	33,9%	31,7%
	Toplam %	17,3%	14,4%	31,7%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	203	156	359
	Beklenen Değer	206,5	152,5	359,0
	Satır	56,5%	43,5%	100,0%
	Sütun	60,4%	62,9%	61,5%
	Toplam %	34,8%	26,7%	61,5%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	1	0	1
	Beklenen Değer	,6	,4	1,0
	Satır	100,0%	,0%	100,0%
	Sütun	,3%	,0%	,2%
	Toplam %	,2%	,0%	,2%
Toplam	Gözlenen Değer	336	248	584
	Beklenen Değer	336,0	248,0	584,0
	Satır	57,5%	42,5%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	57,5%	42,5%	100,0%

$(x^2) = 9,229$ df= 3, P (0,02) < 0,05 $H_0 =$ Red, $H_1 =$ Kabul

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların cinsiyeti ile akla geliş kolaylığı eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Bir finansal yatırım aracının kâr ya da zarar ettiği dönemlerdeki performansını bir süre sonra tekrarlayacağını düşünen erkek katılımcılar %60,7'lik bir orana sahip iken, kadın katılımcılar ise %62,9'luk bir oranla akla geliş kolaylığına karşı pozitif bir reaksiyon içerisindedirler.

ÇAPRAZ ANALİZ-4:

Sütun : Cinsiyetiniz nedir?

Satır : Yatırım kararları üzerinde dini inançlarınız etkili midir?

H_0 : Cinsiyet ile yatırım kararı üzerinde dini inançların etkili olması arasında ilişki yoktur.

H_1 : Cinsiyet ile yatırım kararı üzerinde dini inançların etkili olması arasında ilişki vardır.

Tablo 33. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Mevcudiyet Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

YATIRIM KARARI ÜZERİNDE DİNİ İNANÇLARIM ETKİLİDİR		Cinsiyet		Toplam
		Erkek	Kadın	
Kesinlikle Katılmıyorum	Gözlenen Değer	19	12	31
	Beklenen Değer	17,8	13,2	31,0
	Satır	61,3%	38,7%	100,0%
	Sütun	5,7%	4,8%	5,3%
	Toplam %	3,3%	2,1%	5,3%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	28	6	34
	Beklenen Değer	19,6	14,4	34,0
	Satır	82,4%	17,6%	100,0%
	Sütun	8,3%	2,4%	5,8%
	Toplam %	4,8%	1,0%	5,8%
Kararsızım	Gözlenen Değer	79	62	141
	Beklenen Değer	81,1	59,9	141,0
	Satır	56,0%	44,0%	100,0%
	Sütun	23,5%	25,0%	24,1%
	Toplam %	13,5%	10,6%	24,1%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	133	106	239
	Beklenen Değer	137,5	101,5	239,0
	Satır	55,6%	44,4%	100,0%
	Sütun	39,6%	42,7%	40,9%
	Toplam %	22,8%	18,2%	40,9%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	77	62	139
	Beklenen Değer	80,0	59,0	139,0
	Satır	55,4%	44,6%	100,0%
	Sütun	22,9%	25,0%	23,8%
	Toplam %	13,2%	10,6%	23,8%
Toplam	Gözlenen Değer	336	248	584
	Beklenen Değer	336,0	248,0	584,0
	Satır	57,5%	42,5%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	57,5%	42,5%	100,0%

$(\chi^2) = 9,490$ $df = 4$, $P(0,04) < 0,05$ $H_0 = \text{Red}$, $H_1 = \text{Kabul}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların cinsiyeti ile mevcudiyet eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Tabodaki veriler ışığında dini inançlarının yatırım kararı üzerinde etkili olduğunu söyleyen erkek yatırımcıların oranı %61,5 iken kadın yatırımcıların oranı ise %67,7'dir.

ÇAPRAZ ANALİZ-5:

Sütun : Cinsiyetiniz nedir?

Satır : Yatırım kararları üzerinde politik görüşleriniz etkili midir?

H_0 : Cinsiyet ile yatırım kararı üzerinde politik görüşlerin etkili olması arasında ilişki yoktur.

H_1 : Cinsiyet ile yatırım kararı üzerinde politik görüşlerin etkili olması arasında ilişki vardır.

Tablo 34. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Politik Görüşlerinin Yatırım Kararını Etkilemesi Arasındaki İlişki Tablosu

YATIRIM KARARI ÜZERİNDE POLİTİK GÖRÜŞLERİM ETKİLİDİR		Cinsiyet		Toplam
		Erkek	Kadın	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	25	12	37
	Beklenen Değer	21,3	15,7	37,0
	Satır	67,6%	32,4%	100,0%
	Sütun	7,4%	4,8%	6,3%
	Toplam %	4,3%	2,1%	6,3%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	90	52	142
	Beklenen Değer	81,7	60,3	142,0
	Satır	63,4%	36,6%	100,0%
	Sütun	26,8%	21,0%	24,3%
	Toplam %	15,4%	8,9%	24,3%
Kararsızım	Gözlenen Değer	90	68	158
	Beklenen Değer	90,9	67,1	158,0
	Satır	57,0%	43,0%	100,0%
	Sütun	26,8%	27,4%	27,1%
	Toplam %	15,4%	11,6%	27,1%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	128	110	238
	Beklenen Değer	136,9	101,1	238,0
	Satır	53,8%	46,2%	100,0%
	Sütun	38,1%	44,4%	40,8%
	Toplam %	21,9%	18,8%	40,8%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	3	6	9
	Beklenen Değer	5,2	3,8	9,0
	Satır	33,3%	66,7%	100,0%
	Sütun	,9%	2,4%	1,5%
	Toplam %	,5%	1,0%	1,5%
Toplam	Gözlenen Değer	336	248	584
	Beklenen Değer	336,0	248,0	584,0
	Satır	57,5%	42,5%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	57,5%	42,5%	100,0%

$(\chi^2) = 7,061$ $df = 4$, $P(0,13) > 0,05$ $H_0 =$ Kabul, $H_1 =$ Red

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların cinsiyeti ile politik görüşlerinin yatırım kararı üzerindeki etkisi arasında anlamlı bir

ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-6:

Sütun : Eğitim durumunuz nedir?

Satır : Portföyünüz kaç çeşit yatırım aracından oluşmaktadır?

H_0 : Yatırımcıların eğitim durumu ile portföylerinde kaç çeşit yatırım aracı olduğu arasında ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların eğitim durumu ile portföylerinde kaç çeşit yatırım aracı olduğu arasında ilişki vardır.

Tablo 35. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Portföylerinin Kaç Çeşit Finansal Yatırım Aracından Oluştugu Arasındaki İlişki Tablosu

Portföy kaç çeşit yatırım aracından oluşuyor		Eğitim Durumu				Toplam
		İlköğretim	Lise	Ön Lisans-Lisans	Lisansüstü	
1	Gözlenen Değer	45	81	50	46	222
	Beklenen Değer	46,4	74,1	69,9	31,6	222,0
	Satır	20,3%	36,5%	22,5%	20,7%	100,0%
	Sütun	36,9%	41,5%	27,2%	55,4%	38,0%
	Toplam %	7,7%	13,9%	8,6%	7,9%	38,0%
2	Gözlenen Değer	67	45	99	27	238
	Beklenen Değer	49,7	79,5	75,0	33,8	238,0
	Satır	28,2%	18,9%	41,6%	11,3%	100,0%
	Sütun	54,9%	23,1%	53,8%	32,5%	40,8%
	Toplam %	11,5%	7,7%	17,0%	4,6%	40,8%
3	Gözlenen Değer	8	49	5	9	71
	Beklenen Değer	14,8	23,7	22,4	10,1	71,0
	Satır	11,3%	69,0%	7,0%	12,7%	100,0%
	Sütun	6,6%	25,1%	2,7%	10,8%	12,2%
	Toplam %	1,4%	8,4%	,9%	1,5%	12,2%
4	Gözlenen Değer	0	5	0	0	5
	Beklenen Değer	1,0	1,7	1,6	,7	5,0
	Satır	,0%	100,0%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	,0%	2,6%	,0%	,0%	0,9%
	Toplam %	,0%	,9%	,0%	,0%	,9%
5	Gözlenen Değer	2	15	30	1	48
	Beklenen Değer	10,0	16,0	15,1	6,8	48,0
	Satır	4,2%	31,3%	62,5%	2,1%	100,0%
	Sütun	1,6%	7,7%	16,3%	1,2%	8,2%
	Toplam %	0,3%	2,6%	5,1%	0,2%	8,2%
Toplam	Gözlenen Değer	122	195	184	83	584
	Beklenen Değer	122,0	195,0	184,0	83,0	584,0
	Satır	20,9%	33,4%	31,5%	14,2%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	20,9%	33,4%	31,5%	14,2%	100,0%

$$(\chi^2) = 122,813 \text{ df}=12, P(0,000) < 0,05 \quad H_0 = \text{Red}, H_1 = \text{Kabul}$$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların eğitimi durumu ile portföylerinin kaç çeşit finansal yatırım aracından oluştuğu arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. İlköğretim mezunlarının portföyleri ağırlıklı olarak 2 çeşit yatırım aracından oluşmakta (%54,9), bununla beraber lise mezunları ağırlıklı olarak 1 çeşit (%41,5) yatırım aracı ile çalışmada yer almaktadır. Önlisans-lisans mezunlarının 2 çeşit yatırım aracı ile (%53,8) portföy oluşturdukları gözlenirken, yüksek lisans ya da doktora derecesinde lisansüstü eğitime sahip olanların %55,4 ile tek çeşit yatırım aracı ile yatırımlarını sürdürdükleri görülmektedir. Bu aşamada ortaya çıkan sonuçların günümüzdeki yatırım tercihleriyle de alakalı olabileceğini göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Öyle ki günümüzde alternatif yatırım araçlarının değişken performansları yatırımcıları sabit getirili finansal araçlara yöneltilmiş olabilmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-7:

Sütun : Eğitim durumunuz nedir?

Satır : Bir yatırım aracına dair edindiğim yeni bilgiler yatırım kararımı etkilemez (tutuculuk eğilimi).

H_0 : Eğitim durumu ile herhangi bir yatırım aracına dair edinilen yeni bilgilerin yatırım kararını etkilemesi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Eğitim durumu ile herhangi bir yatırım aracına dair edinilen yeni bilgilerin yatırım kararını etkilemesi arasında ilişki vardır.

Tablo 36. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Tutuculuk Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

TUTUCULUK EĞİLİMİ		Eğitim Durumu				Toplam
		İlköğretim	Lise	ÖnLisans- Lisans	Lisansüstü	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	3	5	8	1	17
	Beklenen Değer	3,6	5,7	5,4	2,4	17,0
	Satır	17,6%	29,4%	47,1%	5,9%	100,0%
	Sütun	2,5%	2,6%	4,3%	1,2%	2,9%
	Toplam %	,5%	,9%	1,4%	,2%	2,9%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	17	23	24	18	82
	Beklenen Değer	17,1	27,4	25,8	11,7	82,0
	Satır	20,7%	28,0%	29,3%	22,0%	100,0%
	Sütun	13,9%	11,8%	13,0%	21,7%	14,0%
	Toplam %	2,9%	3,9%	4,1%	3,1%	14,0%
Kararsızım	Gözlenen Değer	36	37	39	20	132
	Beklenen Değer	27,6	44,1	41,6	18,8	132,0
	Satır	27,3%	28,0%	29,5%	15,2%	100,0%
	Sütun	29,5%	19,0%	21,2%	24,1%	22,6%
	Toplam %	6,2%	6,3%	6,7%	3,4%	22,6%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	31	91	65	28	215
	Beklenen Değer	44,9	71,8	67,7	30,6	215,0
	Satır	14,4%	42,3%	30,2%	13,0%	100,0%
	Sütun	25,4%	46,7%	35,3%	33,7%	36,8%
	Toplam %	5,3%	15,6%	11,1%	4,8%	36,8%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	35	39	48	16	138
	Beklenen Değer	28,8	46,1	43,5	19,6	138,0
	Satır	25,4%	28,3%	34,8%	11,6%	100,0%
	Sütun	28,7%	20,0%	26,1%	19,3%	23,6%
	Toplam %	6,0%	6,7%	8,2%	2,7%	23,6%
Toplam	Gözlenen Değer	122	195	184	83	584
	Beklenen Değer	122,0	195,0	184,0	83,0	584,0
	Satır	20,9%	33,4%	31,5%	14,2%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	20,9%	33,4%	31,5%	14,2%	100,0%

$(x^2) = 23,682$ $df = 12$, $P(0,02) < 0,05$ $H_0 = \text{Red}$, $H_1 = \text{Kabul}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların eğitim durumu ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Buna göre; ilköğretim düzeyinde eğitim seviyesine sahip olan yatırımcıların %54,1'i, lise düzeyinde eğitim seviyesine sahip yatırımcıların 66,7'si, lisans ve önlisans düzeyinde eğitim seviyesine sahip yatırımcıların %61,4'ü, lisansüstü düzeyinde eğitim seviyesine

sahip yatırımcıların ise %53'ü finansal yatırım araçlarına dair elde edecekleri yeni bilginin yatırım kararlarını etkilemeyeceğini belirtmişlerdir. Bu veriler Afyonkarahisar'daki yatırımcıların tutuculuk eğiliminde oldukları yönünde sonuçlar ortaya çıkarmaktadır.

ÇAPRAZ ANALİZ-8:

Sütun : Eğitim durumunuz nedir?

Satır : Menkul kıymetlerin belirli gün, hafta, ay veya resmi tatil, hafta sonu gibi zamanlarda daha fazla getiri sağlayacağını düşünürüm..

H_0 : Eğitim durumu ile takvimsel anomali dönemlerinde fazla getiri sağlanır beklentisi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Eğitim durumu ile takvimsel anomali dönemlerinde fazla getiri sağlanır beklentisi arasında ilişki vardır.

Tablo 37. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Takvimsel Anomaliler Arasındaki İlişki Tablosu

TAKVİMSEL ANOMALİ SONRASI GETİRİ BEKLENTİLERİ		Eğitim Durumu				Toplam
		İlköğretim	Lise	ÖnLisans-Lisans	Lisansüstü	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	0	0	3	3	6
	Beklenen Değer	1,0	2,1	1,8	1,1	6,0
	Satır	,0%	,0%	50,0%	50,0%	100,0%
	Sütun	,0%	,0%	2,2%	3,6%	1,3%
	Toplam %	,0%	,0%	,7%	,7%	1,3%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	8	15	19	17	59
	Beklenen Değer	10,3	20,4	17,7	10,6	59,0
	Satır	13,6%	25,4%	32,2%	28,8%	100,0%
	Sütun	10,0%	9,4%	13,8%	20,5%	12,8%
	Toplam %	1,7%	3,3%	4,1%	3,7%	12,8%
Kararsızım	Gözlenen Değer	28	53	37	19	137
	Beklenen Değer	23,8	47,4	41,1	24,7	137,0
	Satır	20,4%	38,7%	27,0%	13,9%	100,0%
	Sütun	35,0%	33,3%	26,8%	22,9%	29,8%
	Toplam %	6,1%	11,5%	8,0%	4,1%	29,8%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	30	67	53	34	184
	Beklenen Değer	32,0	63,6	55,2	33,2	184,0
	Satır	16,3%	36,4%	28,8%	18,5%	100,0%
	Sütun	37,5%	42,1%	38,4%	41,0%	40,0%
	Toplam %	6,5%	14,6%	11,5%	7,4%	40,0%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	14	24	26	10	74
	Beklenen Değer	12,9	25,6	22,2	13,4	74,0
	Satır	18,9%	32,4%	35,1%	13,5%	100,0%
	Sütun	17,5%	15,1%	18,8%	12,0%	16,1%
	Toplam %	3,0%	5,2%	5,7%	2,2%	16,1%
Toplam	Gözlenen Değer	80	159	138	83	460
	Beklenen Değer	80,0	159,0	138,0	83,0	460,0
	Satır	17,4%	34,6%	30,0%	18,0%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	17,4%	34,6%	30,0%	18,0%	100,0%

$(\chi^2) = 18,365$ $df = 12$, $P(0,105) > 0,05$ $H_0 = \text{Kabul}$, $H_1 = \text{Red}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların eğitim durumu ile takvimsel anomaliler arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-9:

Sütun : Eğitim durumunuz nedir?

Satır : Büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetleri iyidir ve getirisi hep yüksektir (temsil etme eğilimi).

H_0 : Eğitim durumu ile büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinin hep yüksek olacağı düşüncesi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Eğitim durumu ile büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinin hep yüksek olacağı düşüncesi arasında ilişki vardır.

Tablo 38. Eğitim Durumu İle Temsil Etme Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

TEMSİL ETME EĞİLİMİ		Eğitim Durumu				Toplam
		İlköğretim	Lise	ÖnLisans-Lisans	Lisansüstü	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	0	0	0	1	1
	Beklenen Değer	,2	,3	,3	,2	1,0
	Satır	,0%	,0%	,0%	100,0%	100,0%
	Sütun	,0%	,0%	,0%	1,2%	,2%
	Toplam %	,0%	,0%	,0%	,2%	,2%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	7	17	11	12	47
	Beklenen Değer	8,2	16,2	14,1	8,5	47,0
	Satır	14,9%	36,2%	23,4%	25,5%	100,0%
	Sütun	8,8%	10,7%	8,0%	14,5%	10,2%
	Toplam %	1,5%	3,7%	2,4%	2,6%	10,2%
Kararsızım	Gözlenen Değer	30	41	43	29	143
	Beklenen Değer	24,9	49,4	42,9	25,8	143,0
	Satır	21,0%	28,7%	30,1%	20,3%	100,0%
	Sütun	37,5%	25,8%	31,2%	34,9%	31,1%
	Toplam %	6,5%	8,9%	9,3%	6,3%	31,1%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	18	64	43	23	148
	Beklenen Değer	25,7	51,2	44,4	26,7	148,0
	Satır	12,2%	43,2%	29,1%	15,5%	100,0%
	Sütun	22,5%	40,3%	31,2%	27,7%	32,2%
	Toplam %	3,9%	13,9%	9,3%	5,0%	32,2%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	25	37	41	18	121
	Beklenen Değer	21,0	41,8	36,3	21,8	121,0
	Satır	20,7%	30,6%	33,9%	14,9%	100,0%
	Sütun	31,3%	23,3%	29,7%	21,7%	26,3%
	Toplam %	5,4%	8,0%	8,9%	3,9%	26,3%
Toplam	Gözlenen Değer	80	159	138	83	460
	Beklenen Değer	80,0	159,0	138,0	83,0	460,0
	Satır	17,4%	34,6%	30,0%	18,0%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	17,4%	34,6%	30,0%	18,0%	100,0%

$(x^2) = 18,471$ df= 12, P (0,102) > 0,05 H_0 = Kabul, H_1 = Red

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların eğitim durumu ile temsil etme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-10:

Sütun : Finans eğitimi aldınız mı?

Satır : Finansal kararlarımda çoğunluğu izlerim (çoğunluğa uyma eğilimi).

H_0 : Finans eğitimi almış olmakla çoğunluğa uyma eğilimi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Finans eğitimi almış olmakla çoğunluğa uyma eğilimi arasında ilişki

Tablo 39. Yatırımcıların Finans Eğitimi Almış Olmasıyla Çoğunluğa Uyma Eğilimi Arasındaki İlişki

ÇOĞUNLUĞA UYMA EĞİLİMİ		Finans Eğitimi aldınız mı?		Toplam
		Evet	Hayır	
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	13	21	34
	Beklenen Değer	8,7	25,3	34,0
	Satır	38,2%	61,8%	100,0%
	Sütun	11,0%	6,1%	7,4%
	Toplam %	2,8%	4,6%	7,4%
Kararsızım	Gözlenen Değer	36	122	158
	Beklenen Değer	40,5	117,5	158,0
	Satır	22,8%	77,2%	100,0%
	Sütun	30,5%	35,7%	34,3%
	Toplam %	7,8%	26,5%	34,3%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	46	144	190
	Beklenen Değer	48,7	141,3	190,0
	Satır	24,2%	75,8%	100,0%
	Sütun	39,0%	42,1%	41,3%
	Toplam %	10,0%	31,3%	41,3%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	23	55	78
	Beklenen Değer	20,0	58,0	78,0
	Satır	29,5%	70,5%	100,0%
	Sütun	19,5%	16,1%	17,0%
	Toplam %	5,0%	12,0%	17,0%
Toplam	Gözlenen Değer	118	342	460
	Beklenen Değer	118,0	342,0	460,0
	Satır	25,7%	74,3%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	25,7%	74,3%	100,0%

$(x^2) = 4,312$ $df = 3$, $P(0,23) > 0,05$ $H_0 =$ Kabul, $H_1 =$ Red

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların finans eğitimi almış olmasıyla çoğunluğa uyma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-11:

Sütun : Finansal araçları elde tutma süreniz nedir?

Satır : Medeni durumunuz nedir?

H_0 : Finansal araçları ortalama elde tutma süresi ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H_1 : Finansal araçları ortalama elde tutma süresi ile medeni durum arasında ilişki vardır.

Tablo 40. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Finansal Araçları Ortalama Elde Tutma Süresi Arasındaki İlişki Tablosu

Medeni Durum		Finansal araçları elde tutma süresi				Toplam
		1 ay	1 yıl	2-5 yıl	6 +	
Evli	Gözlenen Değer	18	249	41	61	369
	Beklenen Değer	60,0	244,5	25,9	38,5	369,0
	Satır	4,9%	67,5%	11,1%	16,5%	100,0%
	Sütun	18,9%	64,3%	100,0%	100,0%	63,2%
	Toplam %	3,1%	42,6%	7,0%	10,4%	63,2%
Bekâr	Gözlenen Değer	77	138	0	0	215
	Beklenen Değer	35,0	142,5	15,1	22,5	215,0
	Satır	35,8%	64,2%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	81,1%	35,7%	,0%	,0%	36,8%
	Toplam %	13,2%	23,6%	,0%	,0%	36,8%
Toplam	Gözlenen Değer	95	387	41	61	584
	Beklenen Değer	95,0	387,0	41,0	61,0	584,0
	Satır	16,3%	66,3%	7,0%	10,4%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	16,3%	66,3%	7,0%	10,4%	100,0%

$$(x^2) = 139,575 \text{ df}=3, P(0,001) < 0,05 \quad H_0 = \text{Red}, H_1 = \text{Kabul}$$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların medeni durumlarıyla finansal araçları ortalama elde tutma süresi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten kk olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Çapraz tablolamadan elde edilen verilere göre; bekâr yatırımcıların 1 aylık zaman dilimi içerisinde %81,1 ile finansal ürünlerini ellerinde tutarken, 1 yıllık süre içerisinde yine bekâr yatırımcılar için bu oranın %35,7 olduğu görülmektedir. 2-5 yıl gibi biraz daha orta vadede ise evli yatırımcılar için finansal yatırım araçlarını elden çıkarma oranı %100, 6 ve üzeri yıl için bu oran evli yatırımcılarda oran yine %100 olarak ortaya çıkmaktadır. Bu veriler işığında evli yatırımcıların finansal yatırım araçlarını daha uzun süre elinde tuttuklarını söylemek mümkündür.

ÇAPRAZ ANALİZ-12:

Sütün : Medeni durumunuz nedir?

Satır : Bir yatırım aracına dair edindiğim yeni bilgiler yatırım kararımı etkilemez (tutuculuk eğilimi).

H_0 : Medeni durum ile herhangi bir yatırım aracına dair edinilen yeni bilgilerin yatırım kararını etkilemesi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Medeni durum ile herhangi bir yatırım aracına dair edinilen yeni bilgilerin yatırım kararını etkilemesi arasında ilişki vardır.

Tablo 41. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Tutuculuk Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

TUTUCULUK EĞİLİMİ		Medeni Durum		Toplam
		Evli	Bekâr	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	12	5	17
	Beklenen Değer	10,7	6,3	17,0
	Satır	70,6%	29,4%	100,0%
	Sütun	3,3%	2,3%	2,9%
	Toplam %	2,1%	,9%	2,9%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	51	31	82
	Beklenen Değer	51,8	30,2	82,0
	Satır	62,2%	37,8%	100,0%
	Sütun	13,8%	14,4%	14,0%
	Toplam %	8,7%	5,3%	14,0%
Kararsızım	Gözlenen Değer	73	59	132
	Beklenen Değer	83,4	48,6	132,0
	Satır	55,3%	44,7%	100,0%
	Sütun	19,8%	27,4%	22,6%
	Toplam %	12,5%	10,1%	22,6%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	153	62	215
	Beklenen Değer	135,8	79,2	215,0
	Satır	71,2%	28,8%	100,0%
	Sütun	41,5%	28,8%	36,8%
	Toplam %	26,2%	10,6%	36,8%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	80	58	138
	Beklenen Değer	87,2	50,8	138,0
	Satır	58,0%	42,0%	100,0%
	Sütun	21,7%	27,0%	23,6%
	Toplam %	Toplam %	9,9%	23,6%
Toplam	Gözlenen Değer	369	215	584
	Beklenen Değer	369,0	215,0	584,0
	Satır	63,2%	36,8%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	63,2%	36,8%	100,0%

$(x^2) = 11,456$ df= 4, P (0,02) < 0,05 $H_0 = \text{Red}$, $H_1 = \text{Kabul}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların medeni durumu ile mevcudiyet eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Buna göre; evli yatırımcıların

%63,2'si, bekâr yatırımcıların %55,8'i edindikleri yeni bilgilerin yatırım kararları üzerinde etkili olmayacağını ifade etmişlerdir. Bu sonuç, tutuculuk eğiliminde ele alınan, yatırımcıların edindikleri yeni bilgileri dikkate almayıp mevcut bilgileri ve önceki deneyimlerini devam ettirecekleri yönündeki bilgilerle örtüşmektedir. Bir başka deyişle; Afyonkarahisar'daki yatırımcıların tutuculuk eğiliminde oldukları söylenebilmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-13:

Sütun : Medeni durumunuz nedir?

Satır : Nakit ihtiyacım durumunda maliyeti aynı olan iki finansal araçtan kazandıran yerine kaybettireni satarım (pişmanlıktan kaçınma eğilimi).

H_0 : Medeni durum ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Medeni durum ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında ilişki vardır.

Tablo 42. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

Pişmanlıktan Kaçınma		Medeni Durum		Toplam
		Evli	Bekâr	
Kesinlikle Katılmıyorum	Gözlenen Değer	12	5	17
	Beklenen Değer	11,5	5,5	17,0
	Satır	70,6%	29,4%	100,0%
	Sütun	3,9%	3,4%	3,7%
	Toplam %	2,6%	1,1%	3,7%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	42	12	54
	Beklenen Değer	36,5	17,5	54,0
	Satır	77,8%	22,2%	100,0%
	Sütun	13,5%	8,1%	11,7%
	Toplam %	9,1%	2,6%	11,7%
Kararsızım	Gözlenen Değer	41	11	52
	Beklenen Değer	35,2	16,8	52,0
	Satır	78,8%	21,2%	100,0%
	Sütun	13,2%	7,4%	11,3%
	Toplam %	8,9%	2,4%	11,3%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	88	57	145
	Beklenen Değer	98,0	47,0	145,0
	Satır	60,7%	39,3%	100,0%
	Sütun	28,3%	38,3%	31,5%
	Toplam %	19,1%	12,4%	31,5%
Kesinlikle Katılıyorum	Gözlenen Değer	128	64	192
	Beklenen Değer	129,8	62,2	192,0
	Satır	66,7%	33,3%	100,0%
	Sütun	41,2%	43,0%	41,7%
	Toplam %	27,8%	13,9%	41,7%
Toplam	Gözlenen Değer	311	149	460
	Beklenen Değer	311,0	149,0	460,0
	Satır	67,6%	32,4%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	67,6%	32,4%	100,0%

$(\chi^2) = 8,865$ $df = 4$, $P(0,06) > 0,05$ $H_0 = \text{Kabul}$, $H_1 = \text{Red}$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların medeni durumu ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-14:

Sütun : Hangi yaş aralığındasınız?

Satır : Yatırımcıların yatırım kararlarından temel beklentileri nedir?

H_0 : Yatırımcıların yaşı ile yatırım kararı aşamasındaki beklentileri arasında ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşı ile yatırım kararı aşamasındaki beklentileri arasında ilişki vardır.

Tablo 43. Yatırımcıların Yaşı İle Yatırımdan Beklentileri Arasındaki İlişki Tablosu

Yaş		Yatırımdan Temel Beklenen				Total
		Yüksek Getiri	Sermayeyi Koruma	Devamlı Gelir	Portföy Riskini Azaltma	
21-25	Gözlenen Değer	26	0	0	0	26
	Beklenen Değer	8,4	5,7	5,0	6,9	26,0
	Satır	100,0%	,0%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	13,8%	,0%	,0%	,0%	4,5%
	Toplam %	4,5%	,0%	,0%	,0%	4,5%
26-30	Gözlenen Değer	13	6	29	0	48
	Beklenen Değer	15,5	10,5	9,2	12,8	48,0
	Satır	27,1%	12,5%	60,4%	,0%	100,0%
	Sütun	6,9%	4,7%	25,9%	,0%	8,2%
	Toplam %	2,2%	1,0%	5,0%	,0%	8,2%
31-35	Gözlenen Değer	20	54	16	1	91
	Beklenen Değer	29,3	19,9	17,5	24,3	91,0
	Satır	22,0%	59,3%	17,6%	1,1%	100,0%
	Sütun	10,6%	42,2%	14,3%	,6%	15,6%
	Toplam %	3,4%	9,2%	2,7%	,2%	15,6%
36-40	Gözlenen Değer	59	13	18	50	140
	Beklenen Değer	45,1	30,7	26,8	37,4	140,0
	Satır	42,1%	9,3%	12,9%	35,7%	100,0%
	Sütun	31,4%	10,2%	16,1%	32,1%	24,0%
	Toplam %	10,1%	2,2%	3,1%	8,6%	24,0%

41-45	GözlenenDeğer	13	39	25	0	77
	Beklenen Değer	24,8	16,9	14,8	20,6	77,0
	Satır	16,9%	50,6%	32,5%	,0%	100,0%
	Sütun	6,9%	30,5%	22,3%	,0%	13,2%
	Toplam %	2,2%	6,7%	4,3%	,0%	13,2%
46-50	GözlenenDeğer	12	8	0	54	74
	Beklenen Değer	23,8	16,2	14,2	19,8	74,0
	Satır	16,2%	10,8%	,0%	73,0%	100,0%
	Sütun	6,4%	6,3%	,0%	34,6%	12,7%
	Toplam %	2,1%	1,4%	,0%	9,2%	12,7%
51-55	GözlenenDeğer	23	0	24	0	47
	Beklenen Değer	15,1	10,3	9,0	12,6	47,0
	Satır	48,9%	,0%	51,1%	,0%	100,0%
	Sütun	12,2%	,0%	21,4%	,0%	8,0%
	Toplam %	3,9%	,0%	4,1%	,0%	8,0%
56-60	GözlenenDeğer	0	2	0	38	40
	Beklenen Değer	12,9	8,8	7,7	10,7	40,0
	Satır	,0%	5,0%	,0%	95,0%	100,0%
	Sütun	,0%	1,6%	,0%	24,4%	6,8%
	Toplam %	,0%	,3%	,0%	6,5%	6,8%
61-65	GözlenenDeğer	9	6	0	0	15
	Beklenen Değer	4,8	3,3	2,9	4,0	15,0
	Satır	60,0%	40,0%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	4,8%	4,7%	,0%	,0%	2,6%
	Toplam %	1,5%	1,0%	,0%	,0%	2,6%
65 +	GözlenenDeğer	13	0	0	13	26
	Beklenen Değer	8,4	5,7	5,0	6,9	26,0
	Satır	50,0%	,0%	,0%	50,0%	100,0%
	Sütun	6,9%	,0%	,0%	8,3%	4,5%
	Toplam %	2,2%	,0%	,0%	2,2%	4,5%
Toplam	GözlenenDeğer	188	128	112	156	584
	Beklenen Değer	188,0	128,0	112,0	156,0	584,0
	Satır	32,2%	21,9%	19,2%	26,7%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	32,2%	21,9%	19,2%	26,7%	100,0%

$$(x^2) = 542,201 \text{ df}=27, P(0,000) < 0,05 \quad H_0 = \text{Red}, H_1 = \text{Kabul}$$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların yaşlarıyla finansal yatırımlarından beklentileri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Tablodaki bilgiler ışığında; 21-25 yaş arasındaki yatırımcıların yüksek getiri beklentisiyle (%13,8), 26-30 yaş arasındaki yatırımcıların devamlı gelir isteğiyle (%25,9), 31-35 yaş arasındaki

yatırımcıların sermayeyi koruma isteğiyle (%42,2), 36-40 yaş arasındaki yatırımcıların yüksek getiri beklentisiyle (%31,4), 41-45 yaş arası yatırımcıların sermayeyi koruma isteğiyle (%30,5) yatırım yaptıkları görölmektedir. Ayrıca; 46-50 yaş arası yatırımcıların portföy riskini azaltma (%34,6), 51-55 yaş arası yatırımcıların devamlı gelir (%21,4), 56-60 yaş arası yatırımcıların portföy riskini düşürme (%24,4), 61-65 yaş arası yatırımcıların yüksek getiri beklentisi (%4,8) ve sermayeyi koruma (%4,7), 65 yaş ve üzeri yatırımcıların ise portföy riskini azaltma (%8,3) isteğiyle yatırım kararlarını aldıkları söylenebilir.

ÇAPRAZ ANALİZ-15:

Sütun : Yatırımcıların gelir düzeyi hangi seviyededir?

Satır : Herhangi bir finansal aracı elde tutma süresi nedir?

H_0 : Herhangi bir finansal aracı ortalama elde tutma süresi ile yatırımcıların geliri arasında ilişki yoktur.

H_1 : Herhangi bir finansal aracı ortalama elde tutma süresi ile yatırımcıların geliri arasında ilişki vardır.

Tablo 44. Finansal Yatırım Araçlarını Ortalama Elde Tutma Süresi İle Yatırımcıların Geliri Arasındaki İlişki Tablosu

Ortalama Elde Tutma Süresi		Gelir Düzeyi (₺)				Toplam
		1-1000	1001-2000	2001-4000	4001-6000	
1 ay	Gözlenen Değer	69	16	9	1	95
	Beklenen Değer	45,9	28,6	12,0	8,5	95,0
	Satır	72,6%	16,8%	9,5%	1,1%	100,0%
	Sütun	24,5%	9,1%	12,2%	1,9%	16,3%
	Toplam %	11,8%	2,7%	1,5%	,2%	16,3%
1 yıl	Gözlenen Değer	186	119	37	45	387
	Beklenen Değer	186,9	116,6	49,0	34,5	387,0
	Satır	48,1%	30,7%	9,6%	11,6%	100,0%
	Sütun	66,0%	67,6%	50,0%	86,5%	66,3%
	Toplam %	31,8%	20,4%	6,3%	7,7%	66,3%
2-5 yıl	Gözlenen Değer	13	0	28	0	41
	Beklenen Değer	19,8	12,4	5,2	3,7	41,0
	Satır	31,7%	,0%	68,3%	,0%	100,0%
	Sütun	4,6%	,0%	37,8%	,0%	7,0%
	Toplam %	2,2%	,0%	4,8%	,0%	7,0%
6 + yıl	Gözlenen Değer	14	41	0	6	61
	Beklenen Değer	29,5	18,4	7,7	5,4	61,0
	Satır	23,0%	67,2%	,0%	9,8%	100,0%
	Sütun	5,0%	23,3%	,0%	11,5%	10,4%
	Toplam %	2,4%	7,0%	,0%	1,0%	10,4%
Toplam	Gözlenen Değer	282	176	74	52	584
	Beklenen Değer	282,0	176,0	74,0	52,0	584,0
	Satır	48,3%	30,1%	12,7%	8,9%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	48,3%	30,1%	12,7%	8,9%	100,0%

$(\chi^2)=192,973$ $df=9$, $P(0,000) < 0,05$ $H_0=Red$, $H_1= Kabul$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların gelir seviyeleriyle herhangi bir finansal aracı elde tutma süresinin anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda geliri ₺1000'ye kadar olan yatırımcılar arasında bir finansal aracı elde tutma itibarıyla en uzun süre 1 yıl (%66) olarak ortaya çıkmakta iken, ₺1001-2000 arasında gelire sahip olan yatırımcıların ortalama elde tutma süresi aynı şekilde 1 yıl (%67,6) olarak belirlenmiştir. Bir üst dilim olarak verilen ₺2001-4000 gelir aralığında ise finansal araçlara ait ortalama elde tutma süresi yine 1 yıl (%50), ₺4001-

6000 gelir aralığındaki yatırımcılar için ortalama süre ise diğer gelir düzeylerinde olduğu gibi 1 yıl (%86,5) şeklinde bulgulanmıştır. Bu durumda Afyonkarahisar'daki yatırımcıların ₺1-6000 arası gelir düzeyleri ne olursa olsun finansal araçları ortalama elde tutuş sürelerini 1 yıl olarak ifade etmek mümkün olmaktadır.

ÇAPRAZ ANALİZ:-16

Sütun : Yatırımcıların gelir düzeyi hangi seviyededir?

Satır : Yatırımcıların yatırım kararlarından temel beklentileri nedir?

H_0 : Yatırımcıların gelir düzeyi ile yatırım kararlarından temel beklentileri arasında ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların gelir düzeyi ile yatırım kararlarından temel beklentileri arasında ilişki vardır.

Tablo 45. Yatırımcıların Gelir Düzeyi İle Yatırım Kararlarından Temel Beklentileri Arasındaki İlişki Tablosu

Yatırım Kararı Verirken Esas Alınan En Temel Beklenti		Gelir Düzeyi (₺)				Toplam
		1-1000	1001-2000	2001-4000	4001-6000	
Yüksek Getiri	Gözlenen Değer	72	89	26	1	188
	Beklenen Değer	90,8	56,7	23,8	16,7	188,0
	Satır	38,3%	47,3%	13,8%	,5%	100,0%
	Sütun	25,5%	50,6%	35,1%	1,9%	32,2%
	Toplam %	12,3%	15,2%	4,5%	,2%	32,2%
Sermayeyi Koruma	Gözlenen Değer	35	6	37	50	128
	Beklenen Değer	61,8	38,6	16,2	11,4	128,0
	Satır	27,3%	4,7%	28,9%	39,1%	100,0%
	Sütun	12,4%	3,4%	50,0%	96,2%	21,9%
	Toplam %	6,0%	1,0%	6,3%	8,6%	21,9%
Devamlı Gelir	Gözlenen Değer	24	77	10	1	112
	Beklenen Değer	54,1	33,8	14,2	10,0	112,0
	Satır	21,4%	68,8%	8,9%	,9%	100,0%
	Sütun	8,5%	43,8%	13,5%	1,9%	19,2%
	Toplam %	4,1%	13,2%	1,7%	,2%	19,2%
Portföy Riskini Azaltma	Gözlenen Değer	151	4	1	0	156
	Beklenen Değer	75,3	47,0	19,8	13,9	156,0
	Satır	96,8%	2,6%	,6%	,0%	100,0%
	Sütun	53,5%	2,3%	1,4%	,0%	26,7%
	Toplam %	25,9%	,7%	,2%	,0%	26,7%
Toplam	Gözlenen Değer	282	176	74	52	584
	Beklenen Değer	282,0	176,0	74,0	52,0	584,0
	Satır	48,3%	30,1%	12,7%	8,9%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	48,3%	30,1%	12,7%	8,9%	100,0%

$(x^2)=462,387$ df=9, P (0,001) < 0,05 $H_0=Red$, $H_1= Kabul$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların gelir düzeyi ile yatırım kararlarından temel beklentileri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Tabloya bakıldığında; geliri ₺1000'ye kadar olan yatırımcıların en temel beklentisi (%53,5) ile portföy riskini azaltmak, geliri ₺1001-2000 arasında olan yatırımcıların yatırım kararı verirken temel beklentileri %50,6 ile yüksek getiri, geliri ₺2001-4000 arasındaki yatırımcıların %50 ile sermayelerini korumak, geliri ₺4001-6000 arasındaki yatırımcıların ise %96,2 ile sermayelerini korumak yönünde beklentiler içerisinde finansal yatırım kararı verdikleri söylenebilir. Fakat günlük ekonomik gelişmeler ışığında bu beklentilerin değişebileceği unutulmamalıdır.

ÇAPRAZ ANALİZ-17:

Sütun : Aylık geliriniz nedir?

Satır : Bir finansal araca ilişkin bir satın alma/satma noktası belirler ve beklerim (demirleme eğilimi).

H_0 : Aylık gelir ile demirleme eğilimi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Aylık gelir ile demirleme eğilimi arasında ilişki vardır.

Tablo 46. Yatırımcıların Meslek Grubu İle Demirleme Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

DEMİRLEME EĞİLİMİ		Gelir Düzeyi (₺)				Toplam
		1-1000	1001-2000	2001-4000	4001-6000	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	0	3	0	0	3
	Beklenen Değer	1,4	,8	,5	,3	3,0
	Satır	,0%	100,0%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	,0%	2,5%	,0%	,0%	,7%
	Toplam %	,0%	,7%	,0%	,0%	,7%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	7	2	2	2	13
	Beklenen Değer	6,0	3,4	2,1	1,5	13,0
	Satır	53,8%	15,4%	15,4%	15,4%	100,0%
	Sütun	3,3%	1,7%	2,7%	3,8%	2,8%
	Toplam %	1,5%	,4%	,4%	,4%	2,8%
Kararsızım	Gözlenen Değer	10	11	7	8	36
	Beklenen Değer	16,7	9,4	5,8	4,1	36,0
	Satır	27,8%	30,6%	19,4%	22,2%	100,0%
	Sütun	4,7%	9,2%	9,5%	15,4%	7,8%
	Toplam %	2,2%	2,4%	1,5%	1,7%	7,8%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	104	53	38	25	220
	Beklenen Değer	102,3	57,4	35,4	24,9	220,0
	Satır	47,3%	24,1%	17,3%	11,4%	100,0%
	Sütun	48,6%	44,2%	51,4%	48,1%	47,8%
	Toplam %	22,6%	11,5%	8,3%	5,4%	47,8%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	93	51	27	17	188
	Beklenen Değer	87,5	49,0	30,2	21,3	188,0
	Satır	49,5%	27,1%	14,4%	9,0%	100,0%
	Sütun	43,5%	42,5%	36,5%	32,7%	40,9%
	Toplam %	20,2%	11,1%	5,9%	3,7%	40,9%
Toplam	Gözlenen Değer	214	120	74	52	460
	Beklenen Değer	214,0	120,0	74,0	52,0	460,0
	Satır	46,5%	26,1%	16,1%	11,3%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	46,5%	26,1%	16,1%	11,3%	100,0%

$(x^2) = 18,642$ df= 12, P (0,09) > 0,05 $H_0 =$ Kabul, $H_1 =$ Red

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların meslek grubu ile demirleme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten büyük olmasıyla H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

ÇAPRAZ ANALİZ-18:

Sütun : Yatırımcıların gelirlerinden finansal tasarrufları için ayırdıkları pay hangi düzeydedir?

Satır : Yatırımcıların mevcut kâr / zarar durumlarını takip sıklıkları nedir?

H_0 : Yatırımcıların gelirlerinden finansal tasarrufları için ayırdıkları pay ile yatırımlarının mevcut kâr / zarar durumlarını takip sıklıkları arasında ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların gelirlerinden finansal tasarrufları için ayırdıkları pay ile yatırımlarının mevcut kâr / zarar durumlarını takip sıklıkları arasında ilişki vardır.

Tablo 47. Yatırımcıların Gelirlerinden Finansal Tasarrufları İçin Ayırdıkları Pay İle Yatırımlarının Mevcut Kâr / Zarar Durumlarını Takip Sıklıkları Arasındaki İlişki Tablosu

Yatırımcıların mevcut kâr / zarar durumlarını takip sıklıkları		Bütçeden Finansal Yatırımlar İçin Ayrılan Pay (₺)					Toplam
		1-250	251-500	501-1000	1001-3000	3000 +	
İzlemiyor	Gözlenen Değer	128	15	0	0	0	143
	Beklenen Değer	73,2	51,2	12,0	4,9	1,7	143,0
	Satır	89,5%	10,5%	,0%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	42,8%	7,2%	,0%	,0%	,0%	24,5%
	Toplam %	21,9%	2,6%	,0%	,0%	,0%	24,5%
Hergün	Gözlenen Değer	75	30	26	0	2	133
	Beklenen Değer	68,1	47,6	11,2	4,6	1,6	133,0
	Satır	56,4%	22,6%	19,5%	,0%	1,5%	100,0%
	Sütun	25,1%	14,4%	53,1%	,0%	28,6%	22,8%
	Toplam %	12,8%	5,1%	4,5%	,0%	,3%	22,8%
Haftalık	Gözlenen Değer	13	52	1	0	0	66
	Beklenen Değer	33,8	23,6	5,5	2,3	,8	66,0
	Satır	19,7%	78,8%	1,5%	,0%	,0%	100,0%
	Sütun	4,3%	24,9%	2,0%	,0%	,0%	11,3%
	Toplam %	2,2%	8,9%	,2%	,0%	,0%	11,3%
Aylık	Gözlenen Değer	79	83	22	10	0	194
	Beklenen Değer	99,3	69,4	16,3	6,6	2,3	194,0
	Satır	40,7%	42,8%	11,3%	5,2%	,0%	100,0%
	Sütun	26,4%	39,7%	44,9%	50,0%	,0%	33,2%
	Toplam %	13,5%	14,2%	3,8%	1,7%	,0%	33,2%
Yıllık	Gözlenen Değer	4	29	0	10	5	48
	Beklenen Değer	24,6	17,2	4,0	1,6	,6	48,0
	Satır	8,3%	60,4%	,0%	20,8%	10,4%	100,0%
	Sütun	1,3%	13,9%	,0%	50,0%	71,4%	8,2%
	Toplam %	,7%	5,0%	,0%	1,7%	,9%	8,2%
Toplam	Gözlenen Değer	299	209	49	20	7	584
	Beklenen Değer	299,0	209,0	49,0	20,0	7,0	584,0
	Satır	51,2%	35,8%	8,4%	3,4%	1,2%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	51,2%	35,8%	8,4%	3,4%	1,2%	100,0%

$(\chi^2)=289,181$ df=16, P (0,002) < 0,05 H_0 =Red, H_1 = Kabul

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların gelirlerinden finansal yatırımlarda kullanılmak üzere tasarruf ettikleri pay ile portföylerinin kâr / zarar durumunu takip etme sıklıkları arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda; gelirlerinden ayırdığı pay ₺1-250 arası olan yatırımcıların %42,8'i yatırımlarının mevcut kâr / zarar durumunu takip etmemektedir. ₺251-500 arası pay ayıran yatırımcıların %39,7'si kâr / zarar durumlarını aylık, ₺501-1000 arası pay ayıranların %53,1'i hergün, ₺1001-3000 arası pay ayıranların %50'si aylık olarak, ₺3000 ve üzeri pay ayıranların ise %71,4'ü yıllık olarak yatırım portföylerinin kâr / zarar durumunu takip etmektedir. Anket için sunulan seçenekler nispetinde ortalama gelir seviyesinin üzerinde kabul edilebilecek düzeyde gelire sahip yatırımcıların aylık ve yıllık zaman dilimleri içerisinde portföylerinin kâr / zararını takip ediyor olmaları dikkat çekici bir sonuçtur. Orta düzey gelir olarak kabul edilebilecek gelir düzeyindeki yatırımcıların mevcut kâr / zarar durumlarını günlük olarak takip etmekte oldukları da tablodan ulaşılan bulgular arasında yer almaktadır.

ÇAPRAZ ANALİZ-19:

Sütun : Meslek grubunuz nedir?

Satır : Etrafımda benim finansal tercihlerime benzer tercihlerin bulunması önemlidir (kendini doğrulatma eğilimi).

H_0 : Meslek grubu ile yatırımcıların etraflarında kendi finansal tercihlerine benzer yatırım tercihlerini önemsemesi arasında ilişki yoktur.

H_1 : Meslek grubu ile yatırımcıların etraflarında kendi finansal tercihlerine benzer yatırım tercihlerini önemsemesi arasında ilişki vardır.

Tablo 48. Yatırımcıların Meslek Grubu İle Kendini Doğrulatma Eğilimi Arasındaki İlişki Tablosu

KENDİNİ DOĞRULATMA EĞİLİMİ		Meslek Grubu					Toplam
		Kamu	Özel sektör	Serbest Meslek	Ev hanımı	Diğer (emekli)	
Kesinlikle katılmıyorum	Gözlenen Değer	34	20	2	10	8	74
	Beklenen Değer	33,6	25,7	2,3	6,3	6,1	74,0
	Satır	45,9%	27,0%	2,7%	13,5%	10,8%	100,0%
	Sütun	16,3%	12,5%	14,3%	25,6%	21,1%	16,1%
	Toplam %	7,4%	4,3%	,4%	2,2%	1,7%	16,1%
Katılmıyorum	Gözlenen Değer	53	64	2	10	4	133
	Beklenen Değer	60,4	46,3	4,0	11,3	11,0	133,0
	Satır	39,8%	48,1%	1,5%	7,5%	3,0%	100,0%
	Sütun	25,4%	40,0%	14,3%	25,6%	10,5%	28,9%
	Toplam %	11,5%	13,9%	,4%	2,2%	,9%	28,9%
Kararsızım	Gözlenen Değer	62	48	5	13	15	143
	Beklenen Değer	65,0	49,7	4,4	12,1	11,8	143,0
	Satır	43,4%	33,6%	3,5%	9,1%	10,5%	100,0%
	Sütun	29,7%	30,0%	35,7%	33,3%	39,5%	31,1%
	Toplam %	13,5%	10,4%	1,1%	2,8%	3,3%	31,1%
Katılıyorum	Gözlenen Değer	41	18	3	4	10	76
	Beklenen Değer	34,5	26,4	2,3	6,4	6,3	76,0
	Satır	53,9%	23,7%	3,9%	5,3%	13,2%	100,0%
	Sütun	19,6%	11,3%	21,4%	10,3%	26,3%	16,5%
	Toplam %	8,9%	3,9%	,7%	,9%	2,2%	16,5%
Kesinlikle katılıyorum	Gözlenen Değer	19	10	2	2	1	34
	Beklenen Değer	15,4	11,8	1,0	2,9	2,8	34,0
	Satır	55,9%	29,4%	5,9%	5,9%	2,9%	100,0%
	Sütun	9,1%	6,3%	14,3%	5,1%	2,6%	7,4%
	Toplam %	4,1%	2,2%	,4%	,4%	,2%	7,4%
Toplam	Gözlenen Değer	209	160	14	39	38	460
	Beklenen Değer	209,0	160,0	14,0	39,0	38,0	460,0
	Satır	45,4%	34,8%	3,0%	8,5%	8,3%	100,0%
	Sütun	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Toplam %	45,4%	34,8%	3,0%	8,5%	8,3%	100,0%

$$(x^2) = 29,337 \text{ df} = 16, P(0,02) < 0,05 \quad H_0 = \text{Red}, H_1 = \text{Kabul}$$

Tablodan elde edilen çapraz karşılaştırma sonuçlarına göre; yatırımcıların meslek grubu ile kendini doğrulatma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum Pearson anlamlılık seviyesinin 0,05'ten küçük olmasıyla H_1 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Tablodan yansıyan bilgiler doğrultusunda; kamuda ücretli olarak çalışan yatırımcılar kendini doğrulatma

eğilimini %41,7 oranında yansıtmakta, özel sektörde ücretli olarak çalışan yatırımcılar %17,6, serbest meslek sahipleri %35,7 oranında çevrelerinde kendi yatırım tercihlerini önemseyerek kendini doğrulatma eğilimini taşımaktadırlar.

SONUÇ

İnsan düşünen ve farklı kişilik özelliklerine sahip olan bir varlık olmakla beraber sosyal ihtiyaçlara sahiptir. Bu sebeple insanoğlunun oldukça karmaşık olan ve diğerine göre bir hayli farklılık gösteren düşünce yapısı çoğu zaman anlam verilemeyen değişik tutumların ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Bireylerin tutum ve davranışlarını inceleyen psikoloji bilimi ve toplumların davranış ve tutumlarını inceleyen sosyoloji bilimleri; insan ve toplum davranışları, bireylerin karar verme süreci, toplumsal davranışlar gibi hareketler üzerine birçok çalışma gerçekleştirilerek modeller türetmişlerdir. Bu kapsamda psikoloji ve sosyoloji alanında insanların karar verme süreci üzerine gerçekleştirilen araştırmalar insanların her zaman rasyonel çizgide hareket etmediklerini ve birtakım kişisel, duygusal ve sosyal faktörlerin insanların karar verme süreci üzerinde etkili olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu faktörlerin etkisinde kalan bireylerin irrasyonel tutumlar içerisine girdikleri gözlenmiştir.

Bireysel yatırımcılar ise finans piyasalarında faaliyet gösteren bireylerdir. Bireysel yatırımcılar sınırlı gelirleriyle tasarrufları için ayırdıkları küçük paylar nispetinde birtakım amaçlar doğrultusunda finansal piyasalara yönelmektedirler. Bazı bireysel yatırımcılar sermayelerini muhafaza etmek, bazıları gelir elde etmek arzusundaiken bazıları da gelirlerini sürekli kılmak veya portföy risklerini düşürmek hedefiyle finansal piyasalarda işlem yapmaktadırlar. Bununla beraber bireysel yatırımcıların hareketlerinin ve finansal yönelimlerinin uzun yıllar boyunca finans ve ekonomi çevrelerinde merak uyandıran, araştırılan ve anlam verilmeye çalışılan konuların başında geldiği görülmektedir. Öyle ki; bireysel yatırımcıların hareketleri bazen finansal piyasalarda anlam verilemeyen birtakım dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bu kapsamda üretilen teori ve modeller, insanı; kendi ekonomik çıkarı doğrultusunda hareket eden ve kararlarını rasyonel çerçevede vereceği düşünülen varsayımsal bir varlık olarak ele almıştır. Fakat gözlemlenen ampirik bulgular ve yapılan diğer çalışmalar bireylerin karar verme sürecinin karmaşıklığı kadar bireysel yatırımcıların ekonomik konularda yaşadıkları karar sürecinin de karmaşık olduğunu ortaya koymuştur. Bu bağlamda, yetmişli yılların sonunda İsrail ordusundaki askerlere yönelik psikolojik testler hazırlayan ve uygulayan Kahneman ve Tversky

adındaki iki psikoloğun risk ve belirsizlik altında karar verme süreci üzerine yaptıkları “*Beklenti Teorisi: Belirsizlik Altında Karar Verme*” isimli çalışma ekonomi alanında çalışanların ilgisini çekmiş ve neticesinde Davranışsal Finans adında yeni bir alanın doğmasını sağlamıştır. Psikoloji ve sosyoloji ile ortak bir çalışma alanı üzerine kurulmuş Davranışsal Finans; bireysel yatırımcı davranışlarını ve karar verme sürecinde yatırımcıların etkisinde kaldıkları faktörleri inceleyen bir disiplin olarak ortaya çıkmıştır.

Bu çalışma öncelikle geleneksel finans olarak tabir edilen ve bireysel yatırımcıların hareketlerini açıklamakta kullanılan başlıca modelleri teorik bir çerçeveye ele almıştır. Bununla beraber davranışsal finans kavramı tarihi gelişimini, amaç ve kapsamıyla tanıtarak, davranışsal finansın temel bileşenleri üzerinde durmuş ve davranışsal finansa temel teşkil eden teori, hipotezler ve modelleri detaylıca açıklamıştır. Geleneksel finans yaklaşımı ile davranışsal finans noktasının farklılık gösterdiği konuların karşılaştırılması da çalışmada üzerinde durulan konulardandır. Çalışmada davranışsal finans konusunda elde edilen birikimli bulgular üzerinden bireysel yatırımcılar üzerinde en fazla görülen ve bu alanda yapılan çalışmalarda ele alınan başlıca eğilimler 4 başlık altında toplanarak detaylıca ve örnekler yardımıyla ifade edilmiştir. Bu kapsamda bireysel yatırımcıların yatırım seçeneklerinde değerlendirdikleri finansal yatırım araçları çalışmada yer alan konular arasındadır.

Birbiri ile uyumu gözetilerek hazırlanan bölümler itibarıyla çalışma, Afyonkarahisar’daki bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özellikleri ve finansal profillerini ortaya koymak, ayrıca söz konusu bireysel yatırımcıların davranışsal finansa konu eğilimlerini test etmek üzere hazırlanmıştır. Ampirik veriler ışığında ortaya konan bulgular SPSS istatistik programında değerlendirilmiş, önce frekans analizi kullanılarak, sonra Pearson chi-square testi yapılarak çapraz eşleştirme suretiyle tablolar halinde sunulmuştur. Çalışma bu yönüyle sonradan yapılacak çalışmalara örnek olmak, davranışsal finansın uygulama alanını genişletecek yeni ve detaylı çalışmaları teşvik etmek amacı taşımaktadır.

Çalışmada ortaya çıkan sonuçlar şu şekildedir:

Anketi yanıtlayan toplam 460 katılımcıdan 336’sını (%73) erkekler, 124’ünü (%27) ise kadınlar oluşturmaktadır. Bunun yanında katılımcıların 311’ini (%67,6) evliler, 149’unu (%32,4) ise bekâr katılımcılar oluşturmaktadır.

Anketi yanıtlayan 460 katılımcıdan çocuk sahibi olmayanların sayısı 273 (%59,3) iken, tek çocuk sahibi olan katılımcı sayısı 62 (%13,5), iki çocuk sahibi katılımcı sayısı 22 (%4,8) ve üç çocuk sahibi katılımcı sayısı ise 103 (%22,4) olarak belirlenmiştir. Bu bilgiler ışığında katılımcıların ağırlıklı olarak evli ve çocuğu bulunmayanlardan oluştuğunu söylemek mümkündür.

Anket katılımcılarının yaş gruplarına bakıldığında; 21-25 yaş arası katılımcıların sayısı 15 (%3,3) olarak ortaya çıkmakta iken, 26-30 yaş aralığındaki katılımcı sayısı 45 (%9,8), 31-35 yaş aralığındaki katılımcı sayısı 83 (%18), 36-40 yaş grubunda olan katılımcı sayısı 99 (%21,5) olarak görülmektedir. Bu bağlamda anket katılımcılarının ağırlıklı bir kısmını 31-45 (%56,2) yaş arası grubun oluşturduğunu söylemek mümkündür.

Katılımcıların eğitim durumu göz önüne alındığında; 460 katılımcıdan 80'sinin (%17,4) ilköğretim mezunu, 159'unun (%34,6) lise mezunu, 138'inin (%30) önlisans ya da lisans derecesinde yüksekokul / üniversite / mezunudur ve ayrıca 83'ünün (%18) lisansüstü dereceye sahip olduğu görülmektedir. Tablodan edinilen bilgiler doğrultusunda; lise ve önlisans / lisans mezuniyet durumuna sahip katılımcıların (toplamda %64,6) ağırlıklı olarak tabloda yer aldığı ve katılımcıların eğitim düzeyinin bu iki grupta yoğunlaştığını söylemek mümkün olmaktadır. İlave olarak ilköğretim ve lisansüstü derecesinde eğitimlerini tamamlamış katılımcıların ise birbirlerine çok yakın bir çizgide seyrettikleri ortaya çıkmaktadır.

Katılımcıların meslek grupları ele alındığında; kamu kurum ve kuruluşlarında ücretli olarak çalışanların sayısı 209 (%45,4), özel sektör kuruluşlarında ücretli olarak çalışanların sayısı ise 160 (%34,8)'dir. 460 katılımcı içerisinde 369 kişi ve %80,2 ile çok yüksek bir oranı temsil eden kamu ve özel sektör ücretli çalışanları dışında ev hanımlarının katılımı 39 (%8,5) ayrıca dikkat çekmektedir. Bu durum Afyonkarahisar ilinde ev hanımlarının finansal faaliyetlere aktif katılımının olduğunu göstermektedir.

Katılımcıların finansal profili kapsamında elde edilen bulgulara bakıldığında; katılım sağlayan 460 kişi arasında daha önce finans eğitimi almış ya da finansla ilgili kurs alanların sayısı 118 (%25,7) iken, almayanların sayısı ise 342 (%74,3)'dir. Finans eğitimi almamış katılımcıların sayısı finans eğitimi alanında görülen yetersizliğe işaret etmektedir.

Katılımcıların gelir düzeyine bakıldığında ise; ₺1-1000 arasında olan katılımcıların sayısının 214 (%46,5), geliri ₺1001-2000 arasında olan katılımcı sayısının 120 (%26,1) olduğunu, ₺2001-4000 arasında gelire sahip olan katılımcıların sayısının 74 (%16,1) ve ₺4001-6000 arasında gelire sahip olan katılımcıların sayısının ise 52 (%11,3) olduğunu görmek mümkündür. Ankette ₺6000 ve üzeri gelire sahip hiçbir katılımcı yoktur. Bu bağlamda Afyonkarahisar'da ortalama gelir düzeyinin ₺1-2000 (%72,6) olduğunu belirtmek mümkün olmaktadır.

Anket katılımcılarının finansal tasarruflarında bulunmak üzere ayırdıkları paralara bakıldığında; katılımcıların ₺1-250 ve ₺251-500 seçeneklerinde bir ağırlık oluşturduğu ve bu iki seçeneğin toplam katılımcıların %83'4'ünü teşkil ettiği görülmektedir. Bir başka deyişle; Afyonkarahisar ilindeki bireysel yatırımcıların geniş bir kesiminin gelirlerinden finansal tasarrufları için ayırdıkları parayı ₺1-500 arasında olduğu söylenebilir.

Ankete katılanların yatırım türleri açısından tercihlerinde döviz, hisse senedi, altın gibi finansal yatırım araçlarından oluşan finansal yatırımlar %88,9 oranında katılımcıların tasarruflarını yönelttikleri seçenek olarak ortaya çıkmıştır.

Katılımcıların tercih ettikleri finansal yatırım araçları bakımından altın çok yüksek bir oranda tercih edilmekte (%32,2), altının arkasından ise hemen hemen eşit düzeyde tercih edilen hisse senedi ve döviz mevduatı (%14,2 ve %14,1) gelmektedir. Katılımcıların birden fazla finansal yatırım aracı ile portföylerini oluşturabilecekleri düşünülerek yöneltilen sorular sonucunda faizsiz katılım fonlarına (%7,3) ilginin azımsanmayacak ölçüde ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Bunun yanında yatırımlarını halen daha yastık altı tabir edilen yöntemle değerlendirdiklerini belirten katılımcıların sayısı da %9,9 olarak ortaya çıkmıştır.

Anket katılımcılarının portföy çeşitliliğini ölçmek üzere yöneltilen sorular neticesinde; tek bir finansal yatırım aracından oluşan portföye sahip olduğunu ifade eden katılımcı sayısının 165 (%35,9), iki finansal yatırım aracından oluşan portföye sahip olduğunu beyan eden katılımcı sayısının 190 (%41,3) olduğu görülmektedir. Toplamda %77,2 oranında en fazla iki finansal yatırım aracının portföyde tutulduğuna dair ortaya çıkan bu veriler ışığında sözkonusu durumun ekonomik

gelişmeler ve dikkate alınan risk düzeyi ölçüsünde anlık finansal tercihleri yansıtılabileceği de dikkate alınmalıdır.

Ankete katılanların finans piyasalarını izleme sıklığına bakıldığında; “her gün izliyorum” seçeneğini işaretleyenlerin 191 kişi ile (%41,5) en yüksek dilimi oluşturduğu görülmektedir. Finans piyasalarını aylık izleyenlerin sayısı ise 107 (%23,3)’dir. Finans piyasalarını hiç izlemeyenlerle haftalık takip edenlerin sayısının birbirine yakın olduğu ayrıca gözlenmektedir.

Katılımcıların kaç yıldır finansal yatırım yaptıkları konusunda ortaya çıkan verilere bakıldığında; yanıtlarını 0-1 yıl gibi kısa sayılabilecek bir süre zarfı olarak verenlerin sayısının azlığı dikkat çekmektedir. 6-10 yıl arası yatırım yapanların ağırlığı (%33,9) oluşturduğu tabloda diğer seçeneklerin dengeli olduğu görülmektedir.

Katılımcılar portföylerinin kâr / zarar durumunu çoğunlukla aylık olarak (%35) izlemektedirler. Her gün kâr / zarar takibi yapanların oranının %24’3 olarak ortaya çıktığı çalışmada kâr / zarar durumunu hiç izlemeyenlerin oranı ise %20,9’dur.

Anket katılımcılarının finansal varlıkları elde tutuş süresi ise ağırlıklı olarak 1 yıl süreyedir (%67,4).

Birden fazla seçeneğin işaretlenebileceği şekilde sunulan portföy takibinde kullanılacak bilgi kaynakları arasında internet (%33,8) ve gazete-TV (%32,9) öne çıkan bilgi kaynakları olmuşlardır. Hiçbir başka kaynak kullanmadan sadece kendi değerlendirmeleriyle portföy takibi yapanların oranı ise %18’dir.

Finansal profili ortaya çıkarmak adına katılımcılara yöneltilen son soru ise katılımcıların yatırımdan temel beklentilerinin ne olduğudur. Yüksek getirinin temel beklentileri olduğunu ifade edenlerin %32 oranının ilk sırada yer aldığı yanıtlar arasında diğer seçeneklerin birbirine yakın olduğu ortaya çıkmıştır.

Anket çalışmasının 3.bölümünü oluşturan kısım, Afyonkarahisar’daki bireysel yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerini yansıtmaları üzerine kurulan önermelerin değerlendirilmesi sonucunda hazırlanmıştır. 5’li Likert Ölçeği’nde kurulan önermeler, SPSS frekans analiziyle değerlendirilmiş, ayrıca aynı eğilim kapsamında kurulan önermeler bir araya toplanarak tek tablo üzerinde sunulmuştur. Bunun haricinde teorik çerçevede 4 ana başlık altında toplanan eğilimler ölçüsünde

tek bir önerme olarak kalan eğilimlere dağınık bir görüntü sergilememesi amacıyla ait oldukları başlıklar altında toplanmışlardır.

Aşırı güven eğilimi konusunda hazırlanan önermeler ele alındığında; Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların aşırı güven eğilimine dair sunulan 3 önermenin 2'sine dair pozitif yönde reaksiyon verdiği tesbit edilmiştir.

Aşırı iyimserlik eğilimi konusunda hazırlanan önermeler ele alındığında; Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların aşırı iyimserlik eğilimine dair sunulan 4 önermeden 2'sine yönelik pozitif yönde reaksiyon gösterdikleri görülmüştür.

Akla geliş kolaylığı eğilimi konusunda hazırlanan önermeler ele alındığında; Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların akla geliş kolaylığı eğilimine dair sunulan 4 önermenin neredeyse tamamına pozitif yönde reaksiyon gösterdikleri görülmüştür.

Pişmanlıktan kaçınma eğiliminin katılımcılar üzerinde var olup olmadığını bulgulamaya yönelik 3 önerme kurulmuştur. Katılımcıların verdiği yanıtlar Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların bu 3 önermeden 2'sine pozitif reaksiyon verdiğini ortaya çıkarmıştır.

Kayıptan kaçınma eğilimi konusunda katılımcılara sunulmak üzere 3 önerme hazırlanmıştır. Bunlardan birine kayıtsız kaldığı gözlenen katılımcıların, olası kayıp ve kazanç senaryoları verilerek her ikisinde alacakları risk düzeyini ölçmek için sunulan önermelere verdikleri yanıtlar neticesinde; kazanç senaryosu halinde alınacak risk düzeyi ile kaybetme senaryosu dahilinde alınacak riskin aynı olmadığını göstermiştir. Bu durum kayıptan kaçınma eğiliminde yansıma etkisinin, bir başka deyişle; kazanç olasılığında riskten kaçınma, kayıp olasılığı halinde riske katlanma şeklinde ortaya çıkan etkinin ankete katılanlar üzerinde etkisinin görüldüğü anlamına gelmektedir.

Temsil etme eğiliminin katılımcılar üzerinde etkisini test etmeye yönelik kurulan 3 önermenin 2'si ölçüsünde katılımcıların bu eğilimi temsil eder yönde reaksiyon verdikleri görülmüştür.

Yukarıda bahsedilen ve aynı eğilimler kapsamında beraber ele alınamayan ama ana başlıklar halinde verilen eğilimler içerisinde yer alan sonuçlar ise şöyledir.

Kendi durumunu değerlendirememeye eğilimi altında ele alınan 3 önermeden 2'sine olumlu reaksiyon verdikleri, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimlere yönelik hazırlanan diğer 2 önermeye olumlu reaksiyon gösterdikleri tespit edilmiştir.

Aynı şekilde duygusal eğilimleri test etmeye yönelik hazırlanan diğer 2 önermeye ise katılımcılar yine pozitif reaksiyon vermekte iken, sosyal eğilimlere yönelik hazırlanan 2 önermenin birini yansıtır ölçüde yanıtlamışlardır.

Sonraki bölümde sosyo-demografik özellikler, finansal profili yansıtan bilgiler ve davranışsal finans eğilimlerine dair hazırlanan önermeler kullanılarak Pearson chi-square anlamlılık seviyesinde çapraz tablolama analizi yapılmış ve kurulan hipotezler test edilmiştir. Bu analize ilişkin sonuçlar ise şöyledir:

Cinsiyet ile kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıldığı arasında ilişki tespit edilmiştir. Buna göre; son 1 yıl içinde yatırım yapmaya başlayanlar içerisinde %84,6 ile kadınlar ön plana çıkmaktadır. 2-5 yıl arasında yatırım yapar durumdaki yatırımcılar arasında erkeklerin (%60) oranı daha fazladır. 6-10 yıl arasında erkekler %82,5 ile daha uzun süreli yer almakta, 11-20 yıl arasında %60,4'lük bir oranla erkekler uzun süreli yatırımcılar konumundadır. İlgi çeken nokta ise; kadınların 21 ve üzeri yıllar gözetilerek finansal araçlara yatırım yapma süresinde ölçülen değerler arasında %64 ile dikkat çekiyor olmasıdır. Buradan önceki bölümde frekans analizi ile ele alınmış olan tercih edilen finansal yatırım araçları beraber değerlendirildiğinde; kadın katılımcıların altın tercihinin önemli rol oynamakta olduğu sonucu çıkarılabilir.

Yatırımcıların cinsiyeti ile aşırı iyimserlik eğilimi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların cinsiyeti ile akla geliş kolaylığı eğilimi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Akla geliş kolaylığına dair hazırlanan önermeye erkek katılımcılar %60,7'lik bir oranda eğilim gösterirken, kadın katılımcılar ise %62,9'luk bir oranla akla geliş kolaylığına karşı pozitif bir reaksiyon içerisindedirler.

Yatırımcıların cinsiyeti ile dini inançların yatırım kararına etkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Dini inançlarının yatırım kararı üzerinde etkili

olduğunu söyleyen erkek yatırımcıların oranı %61,5 iken kadın yatırımcıların oranı ise %67,7'dir.

Yatırımcıların cinsiyeti ile politik görüşlerinin yatırım kararına etkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların eğitimi durumu ile portföylerinin kaç çeşit finansal yatırım aracından oluştuğu arasında Pearson anlamlılık seviyesine göre anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre; ilköğretim mezunlarının portföyleri ağırlıklı olarak 2 çeşit yatırım aracından oluşmakta (%54,9), bununla beraber lise mezunları ağırlıklı olarak 1 çeşit (%41,5) yatırım aracı ile çalışmada yer almaktadır. Önlisans-lisans mezunlarının 2 çeşit yatırım aracı ile (%53,8) portföy oluşturdukları gözlenirken, yüksek lisans ya da doktora derecesinde lisansüstü eğitime sahip olanların %55,4 ile tek çeşit yatırım aracı ile yatırımlarını devam ettirmekte oldukları görülmektedir.

Yatırımcıların eğitim durumu ile tutuculuk eğilimi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda; ilköğretim düzeyinde eğitim seviyesine sahip olan yatırımcıların %54,1'inin, lise düzeyinde eğitim seviyesine sahip yatırımcıların 66,7'sinin, lisans ve önlisans düzeyinde eğitim seviyesine sahip yatırımcıların %61,4'ünün, lisansüstü düzeyinde eğitim seviyesine sahip yatırımcıların ise %53'ünün finansal yatırım araçlarına dair elde edecekleri yeni bilginin yatırım kararlarını etkilemeyeceği yönünde eğilim gösterdikleri ortaya çıkmıştır.

Yatırımcıların eğitim durumu ile takvimsel anomaliler arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Benzer şekilde, yatırımcıların eğitim durumu ile temsil etme eğilimi ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların finans eğitimi alıp almadıkları bilgisi ile çoğunluğa uyma eğilimi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların medeni durumu ile finansal yatırım araçlarını ortalama elde tutma süresi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre; bekâr yatırımcıların 1 aylık zaman dilimi içerisinde %81,1 ile finansal ürünlerini ellerinde tutarken, 1 yıllık süre içerisinde yine bekâr yatırımcılar için bu oranın %35,7 olduğu görülmektedir. 2-5 yıl gibi biraz daha orta vadede ise evli yatırımcılar için finansal yatırım araçlarını elden çıkarma oranı %100, 6 ve üzeri yıl için bu oran evli yatırımcılarda oran yine %100 olarak ortaya çıkmaktadır. Bu veriler ışığında evli yatırımcıların finansal yatırım araçlarını daha uzun süre elinde tuttuklarını söylemek mümkündür.

Yatırımcıların medeni durumu ile mevcudiyet eğilimi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu veriler ışığında; evli yatırımcıların %63,2'sinin, bekâr yatırımcıların %55,8'inin edindikleri yeni bilgilerin yatırım kararları üzerinde etkili olmayacağını ifade ettikleri ortaya çıkmıştır.

Yatırımcıların medeni durumu ile pişmanlıktan kaçınma eğilimi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların yaşlarıyla finansal yatırımlardan beklentileri arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu veriler ışığında; 21-25 yaş arasındaki yatırımcıların yüksek getiri beklentisiyle (%13,8), 26-30 yaş arasındaki yatırımcıların devamlı gelir isteği (%25,9), 31-35 yaş arasındaki yatırımcıların sermayeyi koruma isteğiyle (%42,2), 36-40 yaş arasındaki yatırımcıların yüksek getiri beklentisiyle (%31,4), 41-45 yaş arası yatırımcıların sermayeyi koruma isteğiyle (%30,5) yatırım yaptıkları

görülmektedir. Ayrıca; 46-50 yaş arası yatırımcıların portföy riskini azaltma (%34,6), 51-55 yaş arası yatırımcıların devamlı gelir (%21,4), 56-60 yaş arası yatırımcıların portföy riskini düşürme (%24,4), 61-65 yaş arası yatırımcıların yüksek getiri beklentisi (%4,8) ve sermayeyi koruma (%4,7), 65 yaş ve üzeri yatırımcıların ise portföy riskini azaltma (%8,3) isteğiyle yatırım kararlarını aldıkları ortaya konulmuştur.

Yatırımcıların herhangi bir finansal aracı ortalama elde tutma süreleri ile yatırımcıların gelir düzeyi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre; geliri ₺1000'ye kadar olan yatırımcılar arasında bir finansal aracı elde tutma itibarıyla en uzun süre 1 yıl (%66) olarak ortaya çıkmakta iken, ₺1001-2000 arasında gelire sahip olan yatırımcıların ortalama elde tutma süresi aynı şekilde 1 yıl (%67,6) olarak belirlenmiştir. Bir üst dilim olarak verilen ₺2001-4000 gelir aralığında ise finansal araçlara ait ortalama elde tutma süresi yine 1 yıl (%50), ₺4001-6000 gelir aralığındaki yatırımcılar için ortalama süre ise diğer gelir düzeylerinde olduğu gibi 1 yıl (%86,5) şeklinde bulgulanmıştır.

Yatırımcıların gelir düzeyi ile yatırım kararlarından temel beklentileri arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda; geliri 1000₺'ye kadar olan yatırımcıların en temel beklentisi (%53,5) ile portföy riskini azaltmak, geliri ₺1001-2000 arasında olan yatırımcıların yatırım kararı verirken temel beklentileri %50,6 ile yüksek getiri, geliri ₺2001-4000 arasındaki yatırımcıların %50 ile sermayelerini korumak, geliri ₺4001-6000 arasındaki yatırımcıların ise %96,2 ile sermayelerini korumak yönünde beklentiler içerisinde yatırım kararı verdikleri gözlenmektedir.

Yatırımcıların meslek grubu ile demirleme eğilimi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların gelirlerinden tasarruf etmek üzere ayırdıkları pay ile portföylerinin kâr / zarar durumunu takip etme sıklıkları arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre; gelirlerinden ayırdığı pay ₺1-250 arası olan yatırımcıların %42,8'i yatırımlarının mevcut kâr / zarar durumunu takip etmemektedir. ₺251-500 arası pay ayıran yatırımcıların %39,7'si kâr / zarar durumlarını aylık, ₺501-1000 arası pay ayıranların %53,1'i hergün, ₺1001-3000 arası pay ayıranların %50'si aylık olarak, ₺3000 ve üzeri pay ayıranların ise %71,4'ü yıllık olarak yatırım portföylerinin kâr / zarar durumunu takip etmektedir.

Yatırımcıların meslek grubu ile kendini doğrulatma eğilimi arasındaki anlamlılık ilişkisi çapraz tablolama yöntemiyle birlikte değerlendirildiğinde; Pearson anlamlılık seviyesi ölçüsünde iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda; kamuda ücretli olarak çalışan yatırımcılar kendini doğrulatma eğilimini %41,7 oranında yansıtmakta, özel sektörde ücretli olarak çalışan yatırımcılar %17,6, serbest meslek sahipleri %35,7 oranında çevrelerinde kendi yatırım tercihlerini önemseyerek kendini doğrulatma eğilimini taşımakta oldukları gözlenmektedir.

KAYNAKÇA

- Abaan, E.D. (1998). Fayda Teorisi Ve Rasyonel Seçimler. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 2002/3, 76-82.
- Abarbanell, J.S. & Bernard, V.L. (1992). Tests of Analysts' Overreaction / Underreaction to Earnings Information as An Explanation for Anomalous Stock Price Behavior. *Journal of Finance*, 47 (3), 1181-1207.
- Aggarwal, R. & Rivoli, P. (1989). On the Relationship Between the United States and Four Asian Equity Markets. *Asian Economic Bulletin*, 6 (1), 110-117.
- Agrawal, A. & Tandon, K. (1994). Anomalies or Illusion? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries. *Journal of International Money and Finance*, 13 (1), 83-106.
- Akın, H. (2009). *Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönteminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Alagidede, P. & Panagiotidis, T. (2006). Calendar Anomalies in Ghana Stock Exchange. *Loughborough University Department of Economics, Discussion Paper Series*, 13, 1-33.
- Allais, M. (1953). Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque, Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine, *Econometrica*, 21, 503-546.
- Altınköprü, T. (1980). *Şahsiyet Analizi: Kişiliğin Yapısı ve Yorumu*, İstanbul: Gül Matbaası.
- Ariel, R.A. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 18 (1), 161-174.
- Ariel, R.A. (1990). High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes. *Journal of Finance*, 45 (5), 1611-1626.
- Aronson, E. (1992). *The Social Animal*, New York: W.H. Freeman and Company.

- Arsad, Z. & Coutts, J.A. (1997). Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective. *Applied Financial Economics*, 7 (5), 455-464.
- Arslantürk, Z. ve Amman, T. (2011). Sosyoloji - Kavramlar, Kurumlar, Süreçler, Teoriler, İstanbul: Çamlıca Yayınları.
- Aşıkoğlu, R. (1983). Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme. *Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 35, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları*, No: 13, 24-27.
- Aşıkoğlu, R., Kaderli, S., Demir, S. ve Çelikkol, H. (2011). *Yatırım Projelerinin Hazırlanması, Değerlendirilmesi ve Realize Edilmesi*. Ankara: Sözkesen Matbaacılık.
- Atan, S.D., Özdemir, Z.A. ve Atan, M. (2009). Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (2), 33-48.
- Ateş, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Atakan, F.T. (2008). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH – GARCH Modelleri ile Test Edilmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 37 (2), 98-110.
- Atkinson, R., Atkinson, R.C. & Hilgard, E.R. (1995). *Psikolojiye Giriş I*. İstanbul: Sosyal Yayınlar.
- Aytaç, S. (2000). *İnsanı Anlama Çabası (Psikolojiye Giriş)*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Baker, K. & Nofsinger, J.R. (2002). Psychological Biases of Investors. *Financial Services Review*, 11, 97-116.
- Balaban, E. (1995). Informational Efficiency of the Istanbul Securities Exchange and Some Rationale for Public Regulation. *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper*, No: 9502, 1-27.

- Balaban, E. (1995). İ.M.K.B.'de Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayyam ve Ümit Yaşar Etkisi. *T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Genel Tebliği*, No: 9511, 231-252.
- Balaban, E. ve Candemir, H.B. (1995). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bahama Etkileri. *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 113, 93-104.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.
- Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İ.M.K.B. 'de Bir Uygulama*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Barak, O. (2008). İMKB'DE Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (1), 207-229.
- Barak, O. ve Demirelli, E. (2006). İ.M.K.B.'de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *10.Ulusal Finans Sempozyumu: Küreselleşme Sürecinde İşletmelerin Finans Yönetimi*, 1-4 Kasım 2006, İzmir.
- Barber, B.M. & Odean, T. (1999). The Courage of Misguided Convictions: The Trading Behavior of Individual Investors. *Financial Analysts Journal*, 55 (6), 1-35.
- Barber, B.M. & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (3), 544-545.
- Barber, B.M. & Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, 55 (2), 773-806.
- Barberis, N., Huang, M. & Santos, T. (2001). Prospect Theory and Asset Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 1-53.

- Barberis, N. Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Natural Bureau of Economic Research Nber Working Paper Series*, No: 5926, 313, 1-42.
- Barone, E. (1990). The Italian Stock Market Efficiency and Calendar Anomalies. *Journal of Banking and Finance*, 14 (2-3), 483-510.
- Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009). *Finans Teori, Kurum ve Uygulama*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Baymur, F. (1973). *Genel Psikoloji*. İstanbul: İnkılap ve Aka Kitabevi.
- Bell, E.D. (1985). Disappointment in Decision Making Under Uncertainty. *Operations Research*, 33 (1), 1-27.
- Benartzi, S. & Thaler, R.H. (1993). Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle. *NBER Working Paper*, No: 4369, 1-27.
- Berges, A., McConnell, J.J. & Schlarbaum, G.G. (1984). Turn-of-the-Year Effect In Canada. *Journal of Finance*, 39 (1), 185-192.
- Bergstrom, T. (2011). Notes on Uncertainty and Expected Utility. *UCSB Economics*, 210A.
- Bernard, V.L. & Thomas, J.K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27 (3), 1-36.
- Bernoulli, D. (1954). Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, 22 (1), 23-36.
- Bernstein, W. (2005). *Yatırımın Dört Temel Taşı*. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Biais, B. & Weber, M. (2008). Hindsight Bias, Risk Perception and Investment Performance. *Management Science*, 55 (6), 1018-1029.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Information Cascade. *Journal of Political Economy*, 100 (5), 992-1026.
- Bildik, R. (2000). *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İ.M.K.B. Üzerinde Ampirik Bir Çalışma*. İstanbul: İ.M.K.B. Yayınevi.

- Bolak, M. (1991). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Bostancı, F. (2003). *Davranışçı Finans Yeterlilik Etüdü*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Boyle, P., Uppal, R. & Wang, T. (2003). Ambiguity Aversion and the Puzzle of Own-Company Stock in Pension Plans. *Journal of Economic Literature*, 1-29.
- Büker, S. Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (2011). *Finansal Yönetim*. Ankara: Sözkesen Matbaacılık.
- Bülbül, B. (2008). *Risk ve Getiri Kavramlarına Farklı Bir Yaklaşım: Davranışsal Finans ve İ.M.K.B. Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Cadsby, C.B. (1989). Canadian Calendar Anomalies and the Capital Asset Pricing Model. *University of Guelph Department of Economics Working Papers*, 12.
- Cadsby, C. ve Ratner, M. (1992). Turn-of-Month, and Pre-holiday Effects on Stock Returns: Some International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 16 (3), 497-509.
- Canbaş, S. ve Kandır, S. (2006). Yatırımcı Duyarlılığının İ.M.K.B. Sektör Getirileri Üzerine Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22 (2). 219-248.
- Candan, E. ve Hanedar, A.Ö. (2005). İktisat Neden Bir Kapalı Kutudur? Hakim İktisadın Değer Yargısı – Sınama İlişkisi. *İktisat İdeolojisi Kongreler Dizisi – 4*, 12-14 Ekim 2005, Ankara.
- Chang, E.C., Chang, J.W. & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international Perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24 (10), 1651-1679.

- Clare, A.D., Ibrahim, M.S. & Thomas, S.H. (1998). The Impact of Settlement Procedures on Day of the Week Effects: Evidence from the Kuala Lumpur Stock Exchange. *Journal of Business*, 25 (3-4), 401-418.
- Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chan, L.K.C. (1988). On the Contrarian Investment Strategy. *Journal of Business*, 61 (2), 147-163.
- Chang, S.C., Chen, S.S., Chou, R.K. & Lin, Y.H. (2008). Weather and Intraday Patterns in Stock Returns and Trading Activity. *Journal of Banking and Finance*, 32 (9), 1754-1766.
- Chen, N.F., Roll, R. & Ross, S. (1986). Economic Forces and Stock Market. *Journal of Business*, 59 (3), 383-403.
- Cooper, M.J. Dimitrow, O. & Raghavendra P.R. (2000). A Rose.com by Any Other Name. *Journal of Finance*, 56 (6), 2371-2388.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under - and Overreactions. *Journal of Finance*, 53 (6), 1839-1885.
- Dave, C. & Wolfe, W.K. (2003). On Confirmation Bias and Deviations From Bayesian Updating, 1-27.
- Demirtaş, Ö. ve Güngör, Z. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1 (4). 103-109.
- De Bondt, W.F.M. & Thaler, R.H. (1985). Does The Stock Market Overreact. *Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H. & Waldmann, R. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98 (4), 703-738.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi ve İ.M.K.B. Üzerinde Ampirik Bir Çalışma*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Dursun, H. (1997). *Suçun Ekonomik Modelleri*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları.

- Durukan, M. B. (2004). Asırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar. *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu: Finans Biliminin Yeni Vizyonu*, 26-28 Ekim 2004, İstanbul.
- Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Erbil, A.F. (1993). *Stock Market Seasonality in the İstanbul Stock Exchange*. (Yayınlanmamış Master Tezi). Bilkent Üniversitesi, Ankara.
- Elsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity and the Savage Axioms. *The Quarterly Journal of Economics*, 75 (4), 643-669.
- Ergün, B. (2009). *Piyasa Anomalileri ve Aşırı Tepki Hipotezinin İ.M.K.B.'de Araştırılması*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Erkal, E.M. (1993). *Sosyoloji (Toplum Bilimi)*. İstanbul: Der Yayınevi.
- Erol, Ü. (1999). *Vadeli İşlemler Piyasaları: Teori ve Pratik*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Ertan, Y. (2007). *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi'nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Uludağ Üniversitesi, Bursa.
- Eser, R. (1999). *Hane Halkı Tasarruf ve Yatırım Eğilimleri Anketi Sonuçları - 1996*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Fabozzi, F. J., Ma, C.K. & Briley, J.A. (1994). Holiday Trading in Futures Markets. *Journal of Finance*, 49 (1), 307-324.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. & Roll, R. (1969), The Adjustment of Stock Price New Information. *International Economic Review*, 10 (1), 1-21.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Teory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46 (5), 1575-1617.

- Ferri, M.G. & Min, C.K. (1996). Evidence That The Stock Market Overreacts And Adjusts. *Journal of Portfolio Management*, 22 (3), 71-76.
- Fettahoğlu, A. (2003). *Menkul Değerler Yönetimi*. İstanbul: Çizgi Kitabevi.
- Fischhoff, B. (1975). Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge On Judgement Under Uncertainty. *Quality and Safety in Health Care*, 12 (4), 304-312.
- Focardi, S.M. & Fabozzi, F. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. New Jersey: John Wiley and Sons Publication.
- Frankfurter, G.M. & McGoun, E.G. (2001). Anomalies in Finance. What Are They and What Are They Good For? *International Review of Financial Analysis*, 10 (2001), 407-429.
- French, K.R. & Poterba, J.M. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, 81 (2), 222-226.
- Fuller, R.J. (2000). Behavioral Finance and the Source of Alpha. *Forthcoming Journal of Pension Plan Investing*, 2 (3), 1-22..
- Gibbons, M.R. & Hess, P. (1981). Day of the Week Effects and Asset Returns. *The Journal of Business*, 54 (4), 579-596.
- Givoly, D. & Ovadia, A. (1983). Year-End Tax-Induced Sales and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, 38 (1), 171-185.
- Goldenberg, H.D. (2004). A Book Review From Journal of Socio-Economics: Beyond Greed and Fear. *Journal of Socio-Economics*, 33 (1), 125-135.
- Gökbel, S.A. (2003). *Sürü Temelli Portföyler ve İ.M.K.B.'de Uygulanabilirliği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Görener, R. (2003). *Investors Behaviour and Rotated Asset Pricing Models: Emprical Evidence*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Roosevelt University, Faculty of Rensselaer Polytechnic İnstitute, Chicago.
- Greenwald, A.G. (1980). The Totalitarian Ego. *American Psychologist*, 35 (7), 603-618.

- Griffin, D. & Tversky, A. (1992). The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence. *Cognitive Psychology*, 24 (3), 411-435.
- Gunaratne, P.S.M. & Yonesawa, Y. (1997). Return Reversals İn The Tokyo Stock Exchange: A Test of Stock Market Overreaction. *Japan and the World Economy*, 9 (3), 363-384.
- Hamarat, B. (2011). Türkiye’de İllerin Finansal Faaliyetlere Katılım Eğilimlerine Göre Derecelendirilmesi. *15. Finans Sempozyumu: Finansal Yönetim*, 12-15 Ekim 2011, Malatya.
- Hanson, J.D. & Kysar, D.A. (1999). Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation. *New York University Law Review*, 6 (74), 103-213.
- Harris, L. (1986). A Transaction’s Data Study of Weekly and Intra Daily Patterns In Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 16 (1), 99-117.
- Hirschey, M. & Pappas, L.J. (1993). *Managerial Economics*. Boston: South Western College Publication.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, 56 (4), 1-46.
- Ho, Y.K.. (1990). Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2 (1), 47-77.
- Hong, H. & Stein, J.C. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, 54 (6), 2143-2184.
- http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral7.asp , Erişim Tarihi: 05.05.2012.
- <http://www.tmsf.org.tr/mevduat.sigortasi.tr> , Erişim Tarihi: 25.05.2012.
- <http://www.imkb.gov.tr/products/BondsMain/BondholderRights.aspx> , Erişim Tarihi: 12.06.2012.
- <http://www.haberciniz.biz/turkiyenin-tasarruf-egilimleri-arastirmasi-1477661h.htm> , Erişim Tarihi: 20.04.2012.

- <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf> ,
Erişim Tarihi: 05.06.2012
- http://www.tkbb.org.tr/index.php?option=com_glossary&func=view&Itemid=409&catid=53&term=SUKUK , Erişim Tarihi: 01.06.2012).
- <http://www.cgscenter.org/doc/SUKUK%20NEDIR.pdf>, Erişim Tarihi: 25.05.2012.
- http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1990/markowitz-autobio.html , Erişim Tarihi: 19.02.2012.
- Huberman, G. (2001). Familiarity Breeds Investment. *The Review of Financial Studies*, 14 (3), 659-680.
- Jaffe, J. & Westerfield, R. (1985). The Week-End Effect in Common Stock Returns: The International Evidence. *The Journal of Finance*, 40 (2), 433-454.
- Jaffe, J. & Westerfield, R. (1989). Is There a Monthly Effect in Stock Market Returns? Evidence From Foreign Countries. *Journal of Banking and Finance*, 13 (2), 237-244.
- Jagannathan, R. & Kocherlakota, N.R. (1996). Why Should Older People Invest Less in Stocks Than Younger People? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 20 (3), 11-23.
- İvgen, H. (2003). *şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgements Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L. & Thaler, R.H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), 193-206.
- Kahneman, D. & Riepe, M.W. (1998). Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Investment Advisors Should Know About. *Journal of Portfolio Management*, 24 (4), 1-21.
- Kahneman, D. (2002). Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice. *American Psychologist*, 56 (9), 449-489.

- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-291.
- Kahneman D. & Tversky A., (1984). Choices, Values, and Frames. *American Psychologist Journal*, 39 (4), 341-350.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1986). Rational Choice and The Framing Decisions. *The Journal of Business*, 59 (4), 251-278.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (2000). *Choices, Values and Frames*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kara, H. (2005). *Davranışsal Finans ve İ.M.K.B. Hisse Senedi Getirileri*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Karan, M. B. (1994). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Hafta Sonu Etkisi. *Yaklaşım Dergisi*, 20, 99-109.
- Karan, M.B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kato, K. & Schallheim, J. (1985). Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stock Market. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 20 (2), 243-260.
- Keim, D.B. (1983). Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 12 (1), 13-32.
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W. & Scott, D.F. (2005). *Financial Management: Principles And Applications*. New Jersey: Pearson Education Publication.
- Keskin, A. (2010). *Paranın, Bankacılığın ve Merkez Bankacılığının Kısa Tarihi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kim, S.W. (1988). Capitalizing on the Weekend Effect. *The Journal of Portfolio Management*, 14 (3), 59-63.
- Kumar, A & Lim, S.S. (2007). How Do Decision Frames Influence the Stock Investment Choices of Individual Investors? *Management Science*, 54 (6), 1052-1064.

- Kungl. Vetenskapsak Akademien Information Department. (2002). Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith. *The Royal Swedish Academy of Sciences*, 1-25.
- Lakonishok J. & Smidt, S. (1988). Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective. *Review of Financial Studies*, 1 (4), 403-425.
- Lakonishok, J. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *The Journal of Finance*, 49 (5), 1541-1578.
- Lauterbach, B. & Ungar, M. (1992). Calendar Anomalies: Some Perspectives from the Behavior of the Israeli Stock Market. *Applied Financial Economics*, 2 (1), 57-60.
- Lee, I., Pettit, R.R. & Swankoski, M.W. (1990). Daily Return Relationships Among Asian Stock Markets. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17 (2), 265-283.
- Leroy, S.F. & Werner, J. (2001). *Principles of Financial Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47 (1), 13-37.
- Loomes, G. & Sugden, R. (1982). Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty. *The Economic Journal*, 92 (368), 805-824.
- Manglik, G. (2006). Countering Over-Confidence and Over Optimism by Creating Awareness and Experiential Learning Amongst Stock Market Players. *Journal of Economic Literature*, 1-31.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.
- Martin, R. (2001). The St. Petersburg Paradox. *The Encyclopedia of Philosophy*, Winter 2011 Edition.
- Masashi, T. & Megumi, S. (2004). Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance. *12th Conference on the*

- Theories and Practises of Securities and Financial Markets*, 17-18 Aralık 2004, Taiwan.
- Mathias, J.R. (2005). *The Role Of Regret Aversion In Decision Making*. (In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy With A Major in Management), Arizona University, Arizona.
- Mills, T.C. & Coutts, J.A. (1995). Calendar Effects in the London Stock Exchange. *The European Journal of Finance*, 1, 79-93.
- Mongin, P. (1997). Expected Utility Theory. *Handbook of Economic Methodology*, 342-350.
- Montier, J. (2002). *Applied Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*. New York: John Wiley & Sons Ltd.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34 (4), 768-783
- Mullainathan, S. & Thaler, R.H. (2000). Behavioral Economics. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No: 7948, 1-13.
- Neumann, J.V. & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Nofsinger, J.R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What To Do About It*. New Jersey: Pearson Education Publication.
- Nofsinger, J.R. (2002). *The Psychology of Investing*. New Jersey: Pearson Education Publication.
- Nofsinger, J.R. (2004). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing ... and What To Do About It*. New Jersey: Pearson Education Publication.
- Odean, T. (1998). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *Journal of Finance*, 53 (6), 1887-1934.

- Ogden, J.P. (1990). Turn-of-Month Evaluations of Liquid Profits and Stock Returns: A Common Explanation for the Monthly and January Effects. *Journal of Finance*, 45 (4), 1259-1272.
- Osborne, M.F.M. (1962). Periodic Structure of the Brownian Motion of Stock Prices. *Operation Research*, 10 (3), 345-379.
- Otluoğlu, E. (2009). *Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İ.M.K.B. 'de Bir Uygulama*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İ.M.K.B. Üzerine Bir Deneme*. Ankara: S.P.K. Yayınları.
- Parasız, İlker. (1992). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Pettengill, G. N. & Jordan, B.D. (1988). A Comprehensive Examination of Volume Effects and Seasonality in Daily Security Returns. *Journal of Financial Research*, 11, 57-70.
- Pompian, M.M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How To Build Optimal Portfolios That Account For Investor Biases*. New Jersey: John Wiley and Sons Publication.
- Prast, H. (2004). Investor Psychology, A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzle. *Research Series Supervision*, 12, 1-25.
- Rogalski, R.J. (1984). New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-trading Periods: A Note. *Journal of Finance*, 39 (5), 1603-1614.
- Reinganum, M.R. (1983). The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effect. *Journal Of Financial Economics*, 12 (1), 89-104.
- Ricciardi, V. & Simon, H.K. (2000). What is Behavioral Finance. *Business, Education and Technology Journal*, 2 (2), 1-9.

- Ross, S. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Ross, M. ve Sicoly, F. (1988). Egocentric Biases in Availability and Attribution. *Journal of Personality and Social Psychology*, 37 (3), 322-336.
- Rozeff, M. S. & Kinney, W. R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 379-402.
- Samuelson, P. (1977). St. Petersburg Paradoxes: Defanged, Dissected, and Historically Described. *Journal of Economic Literature*, 15 (1), 24-55.
- Santesmases, M. (1986). An Investigation of the Spanish Stock Market Seasonalities. *Journal of Business Finance and Accounting*, 13 (2), 267-276.
- Sarikamış, C. (2000). Sermaye Pazarları, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Schoemaker, P.J.H. (1982). The Expected Utility Model: It's Variants, Purposes, Evidence and Limitations. *Journal of Economic Literature*, 20 (2), 529-563.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2010). *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, Ankara.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices.: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and The Psychology of Investing*. Boston: Harward Business School Press.
- Shefrin, H. ve Statman, M. (1984). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*. 40 (3), 777-790.
- Shefrin, H. ve Statman, M. (1993). Explaining Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 253-282.
- Shiller, R.J. (1998). Human Behavior and The Efficiency of The Financial System. *Handbook of Macroeconomics*, 1 (6), 1306-1340.
- Shiller, R.J. (2001). Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion. *Financial Analysts Journal*, 58 (3), 18-26.

- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets, An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Simon, H. A. (1982). *Models of Bounded Rationality: Empirically Grounded Economic Reason*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.
- Statman, M., Thorley, S. & Vorkink, K. (2006). Investor Overconfidence and Trading Volume. *Review of Financial Studies*, 19 (4), 1531-1565.
- Statman, M. (2002). Lottery Players / Stock Traders. *Financial Analyst Journal*. 58 (1), 14-21.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica*, 47 (2), 143-148.
- Şahin, S. (2006). *İ.M.K.B.'de Yükselen Piyasa ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Kahramanmaraş.
- Şen, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 18 (209), 82-92.
- Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (2005). 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu.
- Taylor, S.E. & Brown, J. (1988). Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. *Psychological Bulletin*, 103 (2), 193-210.
- Thaler, R. & Johnson, E. (1990). Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*. 36 (6), 643-660.
- Thaler, R.H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (3), 183-206.
- Tufan, E. (2006). *Davranışsal Finans*. Ankara: Orion Yayınevi.
- Turan, Ş. (2010). *Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasasında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

- Turgutlu, E. (2006). *Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Türk Dil Kurumu Sözlüğü; Türkçe'de Batı Kökenli Kelimeler Sözlüğü, <http://www.tdkterim.gov.tr/bati/?kelime=anomali&kategori=terim&hng=md>.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, (2002), Mevduatın Vade ve Türleri ile Katılma Hesaplarının Vadeleri Hakkında Tebliğ, Sıra No: 2002/1.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, (2011). Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi Kılavuzları, <http://www.tspakb.org.tr/tr/default.aspx?tabid=163>.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1971). Belief in the Law of Small Numbers, *Psychological Bulletin*, 76 (2), 105-110.
- Usul, H., Bekçi, İ. ve Eroğlu, A.H. (2002). Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19. 135-150.
- Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İ.M.K.B.'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İ.M.K.B. Dergisi*, 5 (17). 106-130.
- Vaknin, S. (2002). Economics: Psychology's Neglected Branch, *United Press International Working Paper*. 1-263.
- Van Den Bergh, W.M. & Wessels, S.E. Stock Market Seasonality and Taxes: An Examination of the Tax-Loss Selling Hypothesis. *Journal of Business and Accounting*, 12 (4), 515-530.
- Wachtel, S.B. (1942). Certain Observations on Seasonal Movement in Stock Prices. *The Journal of Business of the University of Chicago*, 15 (2), 184-193.
- Wang, S. & Xia, Y. (2002). *Portfolio Selection And Asset Pricing*. New York: Springer Publishing Company.

- Weinstein, N.D. (1980). Unrealistic Optimism About Future Life Events. *Journal Personality and Social Psychology*, 39 (5), 806-820.
- Wood, A.R., McInish, T.H. & Ord, J.K. (1985). An Investigation of Transaction Data for NYSE Stocks. *The Journal of Finance*, 40 (3), 723-739.
- Yang, S., Markoczy, L. & Qi, M. (2007). Unrealistic Optimism In Consumer Credit Card Adoption. *Journal Of Economic Psychology*, 28 (2), 170-185.
- Yalçinkaya, T. ve Durcan, N.M. (2008). Globalleşme Bağlamında Girişimcilik Anlayışındaki Değişimler ve Aile Girişimleri. *Uluslararası Girişimcilik Kongresi*, 7-10 Mayıs 2008, Kırgızistan.
- Yaşar, B. (2008). *Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İ.M.K.B. Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Yavuz, E. (2003). *Davranışsal Finans Açısından Finansal Kriz Süreçlerinde Hisse Senedi Piyasası*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Yörük, N. (2000). *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*. İstanbul: İ.M.K.B. Yayınları.
- Zarowin, P. (1989). Does The Stock Market Overreact To Corporate Earnings Information? *Journal of Finance*, 44 (5), 1385-1399.

EK 1 – ANKET ÖRNEĞİ

BİREYSEL YATIRIMCILARI FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARINA YATIRIM YAPMAYA YÖNLENDİREN FAKTÖRLERİN DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMI AÇISINDAN İNCELENMESİ: AFYONKARAHİSAR ÖRNEĞİ

Değerli katılımcı; dolduracağınız anket çalışması, Afyonkarahisar'daki bireysel yatırımcıların profilini ortaya koymak ve finansal tercihlerini belirlemek üzere düzenlenmiştir. Anketle beraber aynı zamanda söz konusu yatırımcıların duygusal, bilişsel ve sosyal eğilimlerinin yatırım kararları üzerindeki etkisinin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Elde edilen veriler bir yüksek lisans tezine kaynak teşkil edecektir. Bu nedenle soruları dikkatle okuyarak mümkün olduğunca gerçeğe uygun şekilde doldurmanız arzu edilmektedir. Ankette yer alan bilgiler ile genel bir değerlendirme yapılacak ve vereceğiniz yanıtlar sadece bu çalışmada kullanılacaktır. Katkılarınız için şimdiden teşekkür ederim.

1. Cinsiyetiniz : Erkek () Kadın ()
2. Medeni durumunuz : Evli () Bekar ()
3. Evli iseniz çocuk sayınız : Çocuğum yok () 1 () 2 () 3 () 4 ve üzeri ()
4. Yaşınız : 20 ve altı () 21-25 () 26-30 () 31-35 () 36-40 ()
41-45 () 46-50 () 51-55 () 56-60 () 61-65 () 65 ve üzeri ()
5. Eğitim Durumunuz: Okuryazar () İlk-Orta () Lise () Ön Lisans - Lisans ()
Lisansüstü ()
6. Meslek grubunuz: Kamuda ücretli () Özel sektörde ücretli () Serbest
Meslek () Çiftçi () Ev hanımı () Diğer ()
7. Finans konusunda eğitim / kurs aldınız mı? Evet () Hayır ()
8. Aylık geliriniz (₺) : 1-1000() 1001-2000() 2001-4000() 4001-6000() 6000 ve üzeri()
9. Gelirinizin belirli bir kısmını tasarruflarınıza ayırıyor musunuz? Evet () Hayır ()
10. Tasarruf ettiğiniz kısımla döviz, altın, hisse senedi, tahvil vb. finansal yatırım yapıyor musunuz?
Evet () Hayır ()
11. Bütçenizden finansal yatırımlarınız için ayırdığınız pay ne kadardır? (₺)
1-250 () 251-500 () 501-1000 () 1001-3000 () 3000 ve üzeri ()
12. Lütfen yatırımlarınızın hangi tür olduğunu işaretleyiniz.
Gayrimenkul Yatırımı () Finansal Yatırımlar-Döviz, hisse senedi, altın vb. ()
Bireysel Emeklilik () Vadeli İşlem Sözleşmeleri () Diğer ()
13. Hangi finansal araçlara yatırım yapıyorsunuz? (Birden çok seçilebilir)
TL Banka Mevduatı () Döviz Banka Mevduatı () Hisse Senedi () Tahvil () Bono ()
Yatırım Fonları () Altın () Repo () Sukuk () Faizsiz Katılım Fonları ()
Yastık Altı () Diğer ()
14. Portföyünüz kaç çeşit yatırım aracından oluşmaktadır?
1 () 2 () 3 () 4 () 5 ve üzeri ()
15. Finans piyasalarındaki gelişmeleri hangi sıklıkla izliyorsunuz?
İzlemiyorum () Her gün () Haftalık () Aylık () Yıllık ()
16. Kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıyorsunuz?
0-1 () 2-5 () 6-10 () 11-20 () 21 ve üzeri ()

17. Yatırımlarınızın mevcut kar/zarar durumunu hangi sıklıkla izliyorsunuz?
 İzlemiyorum () Her gün () Haftalık () Aylık () Yıllık ()
18. Portföyünüzde yer alan herhangi bir finansal ürünü ortalama elde tutma süreniz nedir?
 1 hafta () 1 ay () 1 yıl () 2-5 yıl () 6 ve üzeri ()
19. Portföyünüzü takipte kullandığınız bilgi kaynaklarınız nelerdir? (Birden fazla seçilebilir)
 Kendi değerlendirmelerim () Gazete-TV () İnternet () Sosyal çevre ()
 Aracı kurumlar () Diğer ()
20. Yeni bir yatırım kararı verirken en temel beklentiniz nedir?
 Yüksek getiri beklentisi () Sermayeyi Koruma Arzusu () Devamlı Gelir İsteği ()
 Portföy riskini azaltma () Diğer ()

Lütfen aşağıda yer alan ifadeleri dikkatlice okuyunuz ve bu ifadelere hangi ölçüde katıldığınıza ilişkin görüşünüzü “kesinlikle katılıyorum”dan başlayan ve “kesinlikle katılmıyorum” ile biten ölçek üzerinde belirtiniz.	Kesinlikle katılıyorum	Katılıyorum	Kararsızım	Katılmıyorum	Kesinlikle katılmıyorum
1 – Finansal yatırım aşamasında sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğunu düşünürüm.					
2 – Finansal yatırımlarım konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığıma dair kendime güvenim tamdır.					
3 – Finansal yatırımlarımın getirileri daima piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir.					
4 – Piyasada az sayıda yatırımcının erişebileceği bilgiler finansal yatırımlarımda bana mutlak avantaj sağlar.					
5 – Gelecek dönemde yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum.					
6 – Finansal yatırımlarımın gelecek dönemde kazandıracığına olan beklentim güçlüdür.					
7 – Gelecek döneme dair kaybettirebilecek finansal yatırım araçlarının kendi portföyümden değil başkalarının portföyünde olacağını düşünüyorum.					
8 - Finansal yatırım araçlarımda kaybettirmesi kötü şans veya diğer dışsal faktörlerle ilgilidir.					
9 – Bir finansal yatırım aracının bir dönemdeki performansı sonrasında genelde önceden olacağını bildiğim yönünde bir kaniya sahib olurum.					
10 – Bir finansal yatırım aracına ait olumlu performansları veya olumlu bilgileri hafızamda tutar ve sonraki yatırımlarımda karar verme aşamasında kullanırım.					
11 – Bir finansal yatırım aracı önceki dönemlerde kazandırmış olmasına rağmen şu an zarar ettirse dahi ileriki dönemde mutlaka kazandırır.					
12 – Bir finansal yatırım aracı kar ya da zarar ettiği dönemlerdeki performansını bir süre sonra tekrarlar.					
13 – Bir finansal yatırım aracına ait aklımda kalan dikkat çekici bir performans, aynı tür finansal yatırım aracına tekrar yatırım yapmak istediğimde kararım üzerinde etkili olur.					
14 – Bir finansal yatırım aracına ilişkin kafamda bir satın alma – satma noktası belirler ve satın almak / satmak için fiyatının o noktaya gelmesini beklerim.					
15 – Çevremde kendi finansal yatırım tercihlerime benzer tercihlerin bulunması benim					

için önemlidir.					
16 – Benzer A ve B portföylerine yönelik seçim yapma durumunda olsam, %80 oranında <u> faydalı olduğunu</u> düşündüğüm A portföyünü %20 oranında <u> faydalı olmadığını</u> düşündüğüm B portföyüne tercih ederim.					
17 – Bir finansal yatırım aracına ilişkin zararım söz konusu olduğunda zararımı karşılayana kadar o finansal yatırım aracını elimden çıkarmam.					
18 – Bir finansal yatırım aracı alış maliyetini karşıladığında daha fazla portföyümde tutmayıp satarım.					
19 – A ve B olmak üzere iki finansal araçtan oluşan bir portföyüm varsa, acil nakit ihtiyacım halinde maliyetleri aynı olan bu 2 yatırım aracından %15 kazandıran A ürünü yerine %15 kaybettiren B ürününü satarım .					
20 – Getirisi düşük/riski az olan yatırım araçlarını riski yüksek/getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih ederim.					
21 – Mevduata düşük faiz veren tanınmış/büyük ölçekli bankalar yerine yüksek faiz veren ama tanınmamış/küçük ölçekli bankaları tercih ederim.					
22 – Finansal yatırım kararlarım üzerinde dini inançlarım etkilidir.					
23 – Finansal yatırım kararlarım üzerinde siyasi görüşlerim etkilidir.					
24 – Yakın iletişim kurduğum insanların yatırım kararları benim yatırım kararlarım üzerinde etkilidir.					
25 - %80 olasılıkla 4.000 ₺ kazanmak yerine %100 olasılıkla 3.000 ₺ kazanmayı tercih ederim.					
26 - %100 olasılıkla 3.000 ₺ kaybetmek yerine %80 olasılıkla 4.000 ₺ kaybetmeyi tercih ederim.					
27 – Büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetleri iyidir ve getirisi hep yüksektir.					
28 – Bir yatırım aracına ilişkin edindiğim yeni bilgiler yatırım kararımı etkilemez.					
29 – Bir finansal yatırım aracı birkaç dönem ard arda kazandırıyor ise yakın zamanda kaybettirir, birkaç dönem ard arda kaybettiriyorsa yakın zamanda kazandırır.					
30 – İki finansal yatırım aracı arasında kararsız kaldığımda hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğum finansal yatırım aracını seçerim.					
31 – Finansal yatırım kararı verirken yatırım sonrasında yaşayabileceğim olası hayal kırıklıklarını hesaba katarım.					
32 – Piyasadaki diğer yatırımcıların tercihleri benim için önemlidir ve çoğunluğun kararlarını izlerim.					
33 – Diğer yatırımcıların davranışlarına anlam veremediğim zamanlarda alış-satış hareketlerim artar.					
34 – İkamet ettiğim yerde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparım.					
35 – Menkul kıymetlerin belirli gün, hafta, aylarda veya resmi tatil, hafta sonu gibi belirli zamanlarda daha fazla getiri sağladığını düşünürüm.					