

TC  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

YATIRIMCI DAVRANIŞINI ETKİLEYEN  
FAKTÖRLERLE YATIRIM KARARLARI  
ARASINDAKİ İLİŞKİ  
BİREYSEL – KURUMSAL YATIRIMCI  
FARKLILAŞMASI

NİLGÜN YILMAZ  
05713032

TEZ DANIŞMANI  
Prof. Dr. GÜLER ARAS

İSTANBUL  
2009

TC  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

YATIRIMCI DAVRANIŞINI ETKİLEYEN  
FAKTÖRLERLE YATIRIM KARARLARI  
ARASINDAKİ İLİŞKİ  
BİREYSEL – KURUMSAL YATIRIMCI  
FARKLILAŞMASI

NİLGÜN YILMAZ  
05713032

TEZİN ENSTİTÜYE VERİLDİĞİ TARİH: 09.06.2009  
TEZİN SAVUNULDUĞU TARİH: 18.06.2009

TEZ OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU İLE BAŞARILI BULUNMUŞTUR.

UNVAN AD SOYAD  
TEZ DANIŞMANI: PROF. DR. GÜLER ARAS  
JÜRİ ÜYELERİ : PROF. DR. SALİH DURER  
ÖĞR.GÖR.DR.EMRE AKBAŞ

İMZA

İSTANBUL  
HAZİRAN 2009

## ÖZ

### YATIRIMCI DAVRANIŞINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER İLE YATIRIM KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ BİREYSEL – KURUMSAL YATIRIMCI FARKLILAŞMASI

Nilgün Yılmaz

Mayıs, 2009

Finansal piyasalarda yatırımcıyı sınırlayan, davranışlarına yön veren ve onları rasyonel davranmaktan alıkoyan pek çok faktör bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, yatırımcı davranışlarını etkileyen faktörlerle yatırım kararları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmaktır. Çalışmanın ana amacı, bireysel yatırımcıların kişisel portföylerini, kurumsal yatırımcıların profesyonel anlamda yönettikleri portföyü değerlendirirken yatırım davranışına yön veren unsurlar ve bu unsurların şekillendirdiği yatırım tarzlarının farklılık gösterip göstermediğidir. Uygulama kısmında yatırımcı davranışını etkileyen ve çalışmada altı başlık halinde sıralanan faktörlerle yatırım kararları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada yer alan faktörlerin belirlediği yatırım tarzlarının ve davranış kalıplarının bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından farklılık ya da benzerlik gösterip göstermediği araştırılmıştır. Çalışmanın amacına uygun olarak bu ilişkiyi ölçmek için anket kullanılmıştır. Araştırma sonuçları değişkenlerin tipine göre, SPSS 15 programı kullanılarak ve frekans dağılımları, Mann-Whitney U ve Chi-Square analizleri ile test edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında yatırım yapma süresi, çeşitlendirme etkisi, portföyün kısa dönemli değişkenliğine ilişkin tutum, risk alma eğilimi,%50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi, sürü davranışı açısından farklılık bulunduğu görülmüştür. Öte yandan kayıptan kaçınma yanlılığı, ev yanlılığı, medyada çıkan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları gözden geçirme davranışı, günü birlik yatırım kararı alma, piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum, olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi, kazandıran ya da kaybettiren yatırımı elden çıkarma kararı, içeriden edinilen bilgiye ya da duyuma dayalı yatırım kararı alma davranışı açısından bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında farklılık bulunmadığı görülmüştür.

**Anahtar kelimeler:** Davranışsal finans, bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcı, asimetric bilgi, manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti, temsilcilik problemi.

## ABSTRACT

### THE RELATIONSHIP BETWEEN THE FACTORS THAT AFFECTS OF INVESTOR BEHAVIOUR AND INVESTMENT DECISIONS INDIVIDUAL – INSTITUTIONAL INVESTOR DIFFERENTIATION

Nilgün Yılmaz

Mayıs,2009

There are many factors that determines and conducts to investors behaviors and keep away them from acting rational in financial markets. The aim of this study is to investigate whether there is a relationship between the factors that affects of investor behaviour and investment decisions. The main aim of this study is whether or not show difference in terms of elements which conducts to investments behaviour and investment style that shapes by these when individual investors or instituonal investors assess their portfolios . The relationship between the factors which investigated in the application part takes place under six titles in this study that affects of investors behaviour and investment decisions . It was investigated whether or not show differences or similarities between individual and instituonal investors in terms of investment styles and behavioral patterns that determines by the factors that take place in the study. A questionnaire was used to measure this relationship for the compatibility of the study. The results of the survey were analysed by SPSS 15 program using frequency distiributions, Mann-Whiteney U and Chi-Square methods depending on the variable types. According to the survey results, it was seen that there is difference between individual and instituonal investors in terms of investment term, diversification effect, attitude towards to short periode variability in portfolio, risk propensity, to assess the offer which including fifty-fifty probability, herding behavior. On the other hand, it was seen that there isn't difference between individual and instituonal investors in terms of loss aversion, home bias, to follow the economy news that takes place in the media day to day and the behavior of revision investments , to take investment decisions for the day, attitude towards to daily fluctuations in markets, the propensity to take notice of potential loss more than potential gain, disposing decision of the investment that make lose or gain, investment decision of based on insider information or hearsay .

**Keywords:** Behavioral finance, individual investor, instituonal investor, asymmetric information, manipulation, insider trading, agency problem.

## ÖNSÖZ

Öncelikle Değerli Hocam Prof.Dr.Güler Aras'a minnettarlığımı ifade etmek ve şükranlarımı sunmak isterim.

Araştırma görevlileri Özlem Kutlu, Serdar Bozkurt ve Emel Özarslan'a gösterdikleri sabır ve anlayıştan dolayı teşekkür ederim.

Ayrıca bana bu güne kadar emeği geçen tüm hocalarıma, bu aşamaya gelmemde en büyük pay sahibi olan aileme, benden desteklerini esirgemeyen arkadaşlarıma, bana gösterdikleri anlayış ve yardımları için Şişli Mal Müdürlüğü'ndeki idarecilerime ve mesai arkadaşlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak ankete katılan tüm kişi ve kurumlara katılımlarından dolayı teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul;Mayıs, 2009

NİLGÜN YILMAZ

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT .....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR .....	xi
<b>1.GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>2.DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ.....</b>	<b>3</b>
2.1. Geleneksel Finans Teorileri .....	3
2.1.1. Belirsizlik Durumunda Karar Verme : Beklenen Fayda Teorisi.....	3
2.1.2. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	5
2.1.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli.....	6
2.2. Davranışsal Finans .....	7
2.2.1. Belirsizlik Durumunda Karar Verme: Beklenti Teorisi .....	8
2.3. Nöroekonomi .....	9
2.4. Finansal Piyasalarda Yatırımcı Tipleri.....	11
2.4.1. Rasyonel-İrrasyonel yatırımcı.....	11
2.4.2. Risk Alma Eğilimi Açısından Yatırımcı Tipleri .....	11
2.4.3. Sermaye Piyasalarında Yatırımcılar.....	12
2.4.4. Hisse Senedi Piyasasında Yatırımcı Tipleri.....	13
2.4.5. Finansal Karar Almaya Yönelik Davranışsal Kalıplar Açısından Yatırımcı Tipleri.....	14
2.5. Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörler.....	16
2.5.1. Ekonomik Faktörler .....	16
2.5.2. Siyasal Faktörler .....	17
2.5.3. Hukuki Faktörler .....	18
2.5.4. Bilgi Kaynakları .....	19
2.5.5. Sosyo-Kültürel Faktörler.....	21
2.5.6. Psikolojik Faktörler.....	23
<b>3. PİYASA MEKANİZMASI VE YATIRIMCI DAVRANIŞI.....</b>	<b>36</b>
3.1. Piyasaların Etkinliği Problemi ve Yatırımcı Davranışı Arasındaki İlişki.....	36
3.1.1. Asimetrik Bilgi.....	38
3.1.2. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti .....	40
3.1.3. Manipülasyon.....	47
3.1.4. Temsilcilik Sorunu.....	52

<b>4. YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERLE YATIRIM KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİNE YÖNELİK BİREYSEL – KURUMSAL YATIRIMCILAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA.....</b>	<b>56</b>
4.1. Araştırmanın Amacı.....	56
4.2. Araştırmanın Önemi.....	56
4.3. Araştırmanın Yöntemi.....	57
4.4. Araştırmanın Hipotezleri.....	57
4.5. Araştırmanın Sınırlılıkları ve Varsayımlar.....	59
4.6. Araştırmanın Evren ve Örneklemi .....	59
4.7. Veri ve Bilgi Toplama Yöntem ve Aracı .....	60
4.8. Veri Analiz Teknikleri .....	60
4.9. Araştırmaya İlişkin Bulgu ve Yorumlar.....	61
4.9.1. Demografik Değişkenlere Ait Frekans Tabloları.....	61
4.9.2. Diğer Değişkenlere Ait Frekans Tabloları .....	64
4.9.3. Araştırmanın Hipotezlerine İlişkin Bulgu ve Yorumlar.....	67
4.9.4. Araştırmadan Elde Edilen Sonuçlar .....	103
<b>5.SONUÇ.....</b>	<b>108</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>112</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>115</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>123</b>

## TABLolar LİSTESİ

	<b>Sayfa No</b>
Tablo 1: Psikolojik Önyargıların Etkileri.....	35
Tablo 2: Yatırımcı Türüne Ait Frekans Dağılım Tablosu.....	61
Tablo 3: Demografik Değişkenlere Ait Frekansların Dağılım Tablosu.....	62
Tablo 4: Bireysel Yatırımcıların Mesleğe İlişkin Frekans Dağılımı.....	63
Tablo 5: Kurumsal Yatırımcıların Mesleğe İlişkin Frekans Dağılımı .....	63
Tablo 6: Bireysel Yatırımcıların En Çok Tercih Edilen Yatırım Aracına İlişkin Frekans Dağılımı .....	64
Tablo 7: Kurumsal Yatırımcıların En Çok Tercih Edilen Yatırım Aracına İlişkin Frekans Dağılımı .....	64
Tablo 8: Bireysel Yatırımcıların Sermaye Piyasasına İlişkin Bilgi Düzeyine İlişkin Frekans Dağılımı .....	65
Tablo 9: Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Piyasasına İlişkin Bilgi Düzeyine İlişkin Frekans Dağılımı .....	65
Tablo 10: Bireysel Yatırımcıların Seçim Döneminde Yatırım Araçlarına İlişkin Risk Algılamasına Yönelik Frekans Dağılımı.....	66
Tablo 11: Kurumsal Yatırımcıların Seçim Döneminde Yatırım Araçlarına İlişkin Risk Algılamasına Yönelik Frekans Dağılımı .....	66
Tablo 12: Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler ile Yatırım Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	67
Tablo 13: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	68
Tablo 14: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	68
Tablo 15: Bireysel Yatırımcı Açısından Finansal Piyasalara İlişkin Haber Yorum ve Tahminlere Göre Yatırım Kararı Alma Eğilimi ile Sürü Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	69
Tablo 16: Kurumsal Yatırımcı Açısından Finansal Piyasalara İlişkin Haber Yorum ve Tahminlere Göre Yatırım Kararı Alma Eğilimi ile Sürü Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	70
Tablo 17: Bireysel Yatırımcının Portföyde Çeşitlendirme Etkisiyle Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme Davranışı ile Risk Alma Eğilimi .....	71
Tablo 18: Kurumsal Yatırımcının Yönetilen Portföyde Çeşitlendirme Etkisiyle Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme Davranışı ile Risk Alma Eğilimi.....	72
Tablo 19: Bireysel Yatırımcının Yatırım Yapma Süresi ile Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliğine Yönelik Tutum Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	73
Tablo 20: Kurumsal Yatırımcının Yatırım Yapma Süresi ile Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliğine Yönelik Tutum Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	74



Tablo 21: Bireysel Yatırımcı Açısından Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile %20 Kazandıran ya da % 20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	76
Tablo 22: Kurumsal Yatırımcı Açısından Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile %20 Kazandıran ya da % 20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	76
Tablo 23: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	77
Tablo 24: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	77
Tablo 25: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile Yatırımda Meydana Gelebilecek olası Kayba Kazançtan Daha Fazla Önem Verme Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	78
Tablo 26: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile Yatırımda Meydana Gelebilecek olası Kayba Kazançtan Daha Fazla Önem Verme Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	79
Tablo 27: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile İçeriden Edinilen Bilgiye Dayalı Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	80
Tablo 28: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile İçeriden Edinilen Bilgiye Dayalı Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	81
Tablo 29: Bireysel Yatırımcılarda Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	82
Tablo 30: Kurumsal Yatırımcılarda Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	83
Tablo 31: Bireysel Yatırımcılar Açısından Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirme Davranışı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	84
Tablo 32: Kurumsal Yatırımcılar Açısından Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirme Davranışı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	85
Tablo 33: Ev Yanlılığı ve Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	86
Tablo 34: Ev Yanlılığı ve Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	86
Tablo 35: Bireysel Yatırımcı Açısından Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan daha fazla Önem Verme Eğilimi ile %20 Kaybettiren ya da %20 Kazandıran yatırım aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi .....	87
Tablo 36: Kurumsal Yatırımcı Açısından Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan daha fazla Önem Verme Eğilimi ile %20 Kaybettiren ya da %20 Kazandıran yatırım aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin incelenmesi .....	88
Tablo 37: Yatırım Yapma Süresi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	89
Tablo 38: Çeşitlendirme Etkisi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	90

Tablo 39: Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliği ve Yatırımcı Türü İlişkisinin incelenmesi.....	91
Tablo 40: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.	92
Tablo 41: Ev yanlılığı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	92
Tablo 42: Finansal Piyasalara İlişkin Haber, Yorum ve Tahminlere Göre yatırım Kararı Alma Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.....	93
Tablo 43: “Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek Ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirmek İleride Gerçekleşmesi Olası Kayıplardan Korunmayı Sağlar.” Görüşü ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.....	94
Tablo 44: Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	95
Tablo 45: Risk Alma Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.....	96
Tablo 46: Piyasalardaki Günlük Dalgalanmalara Yönelik Tutum ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	97
Tablo 47: Olası Kayba Kazançtan Daha Fazla Önem Verme Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.....	98
Tablo 48: %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	99
Tablo 49: %20 Kazandıran ya da %20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi.....	100
Tablo 50: Sürü Davranışı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	101
Tablo 51: İçeriden Edinilen Bilgiye (Duyuma) Dayalı Yatırım Kararı Alma ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi .....	102

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Gözetim Fonksiyon Modeli .....	52
-----------------------------------------	----

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>CAPM</b>	: Capital Asset Pricing Model
<b>EPH</b>	: Etkin Piyasalar Hipotezi
<b>IMF</b>	: International Monetary Fund
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>OECD</b>	: Organization for Economic Co-operation and Development
<b>SEC</b>	: Securities and Exchange Commission
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TSPAKB</b>	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

## 1.GİRİŞ

Ekonomide bireyler kendi çıkarlarının peşinde koşan rasyonel varlıklar olarak kabul edilmektedir. Geleneksel finans teorileri istatistiğe ve matematiğe hakim, beklenen faydasını maksimize edecek optimum tercihleri yapacak rasyonel insan tanımı üzerine kurulmuştur. Fiyatların elde edilebilen tüm bilgileri yansıttığı kabul edilen etkin piyasalarda yatırımcıların eşit koşullarda hareket ettikleri vurgulanmaktadır. Oysa yapılan çalışmalar piyasaların etkinlikten sapmalar gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu sapmaların, insanların yatırım kararlarını vermeden önce mevcut tüm bilgiyi rasyonel olarak ve doğru bir şekilde kullandığı varsayılan etkin piyasalar hipotezi ile açıklanamadığı ifade edilmektedir.

Geleneksel teorilere alternatif olarak ortaya çıkan davranışsal finans yaklaşımına göre insanlar “normal”dir, bu normallik; insanların bazı bilişsel yanlılıkları olduğunu, duyguların ve ruh halinin insan davranışını etkilediğini, bu nedenle de insanların teoride öngörüldüğü gibi daima optimum tercihleri yapamayacaklarını, insanların genellikle faydalarını maksimize eden değil en iyi ihtimalle kendilerini tatmin edecek tercihleri yaptıklarını anlatır.

Davranışsal finasta; rasyonel karar verici modeline alternatif olarak irrasyonelite ya da sınırlı rasyonellik yaklaşımı benimsenmiştir. Karar vericilerin bilinçsiz refleksleri, yetenekleri ve alışkanlıkları ile sınırlandığı bir başka deyişle adeta kuşatıldığı belirtilmektedir. Bu anlamda, irrasyonel davranışların geçici olmadığı, aksine sistematik olarak etkilediği ve düzenlilik gösterdiği de ifade edilmektedir.

Bir başka deyişle; risk almayı seven, risk almaktan kaçınan ve riske kayıtsız olarak üç grupta toplayabileceğimiz yatırımcıların yatırım kararları rasyonel temelli olmaktan ziyade, sezgilere ve hislere dayalı alınmaktadır. Yatırımcıların varsayılanın aksine mevcut bilginin fiyatlara tam olarak yansımadağı bilinen finansal piyasalarda karar alırken yeterli bir biçimde, zamanında ve doğru bilgilendirilmeleri bu nedenle büyük önem taşımaktadır. Açıklanan bilgilerin gerçekleri yansıtmayan, manipülatif ve spekülasyona hizmet eder bir nitelik taşımalarının sahte fiyat köpükleri

oluşmasına sebebiyet verdiği, ilk defa Alan Greenspan tarafından dile getirilen bir terim olan “irrasyonel taşkınlık” boyutlarına varan finansal ve ekonomik krizlerin yaşandığı pek çok örnek mevcuttur. Günümüzün küreselleşmiş piyasalarında herhangi bir yerde patlak veren en ufak bir dalgalanmanın domino etkisiyle tüm piyasaları sarsabildiği göz önünde tutulacak olursa bu tarz eylemlere yönelik ulusal ve uluslararası düzenlemelerin etkin bir şekilde uygulanabilmesinin ne denli önemli olduğu bir kez daha açığa çıkmaktadır.

Yatırımcılar karar alırken bilgi asimetrisinden kaynaklanan ve piyasayı etkinlikten uzaklaştıran unsurlarla karşı karşıya bulunmaktadırlar. Manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti, spekülasyon gibi haksız, yasal olmayan uygulamalar belirsizlik ortamında en doğru kararı almaya çalışan yatırımcının işini iyice güçleştirmekte ve finansal piyasalara karşı bir güvensizlik duyulmasına sebep olmaktadır. Ülkemizde finansal piyasaların yeterli derinliğe sahip olmadığı belirtilmekte ve bu nedenle güvensizlik ortamını dağıtabilecek düzenlemelere ihtiyaç duyulduğu ve mevcut yasaların koruyuculuğunun artırılması gerektiği vurgulanmaktadır.

Bu tezde yukarıda kısaca ifade edilen karmaşık yatırım ortamında yatırımcı davranışını etkileyen ve çalışmada altı gruba ayrılan faktörlerle yatırım kararları arasındaki ilişki üzerinde durulmaktadır. Piyasaların iki temel oyuncusu olan bireysel yatırımcıların kişisel portföylerini ve bu alandaki profesyoneller olarak tanımlayabileceğimiz kurumsal yatırımcıların yönettikleri kurum portföylerini değerlendirirken maruz kaldıkları tüm bu etkiler doğrultusunda yatırım tarzlarında benzerlikler ya da farklılıklar oluşup oluşmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tez giriş bölümüyle başlayıp toplam beş ana başlıktan oluşmaktadır. Tezde geleneksel ve günümüz finans teorilerinden, piyasalarda belli başlı yatırımcı tipleri ve karar alma tarzlarının neler olduğundan, yatırımcı davranışını etkileyen ve altı başlıkta sınırlanan faktörlerden bahsedilmektedir. Piyasaların etkinliği probleminin nedenleri yatırımcı davranışına yön veren bir diğer unsur olarak çalışmada yer almaktadır. Uygulama kısmında yatırımcı davranışına yön veren belirli faktörlerle yatırım kararları arasındaki ilişki bireysel - kurumsal yatırımcı farklılaşması varsayımı altında incelenmektedir. Örneklem kurumsal yatırımcılar açısından TSPAKB’ne kayıtlı aracı kurumlardır; bireysel yatırımcılar açısından ise bir bankanın İstanbul Beşiktaş’taki şubeleridir. Veri toplama aracı ankettir, sonuç kısmında ise araştırma ile ilgili sonuç ve yorumlara yer verilecektir.

## 2.DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ

### 2.1. Geleneksel Finans Teorileri

Geleneksel finans teorileri, finans alanında yapılan akademik çalışmaları yaklaşık son otuz yıldır şekillendiren Etkin Piyasalar Hipotezi, Modern Portföy Teorisi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM) gibi çalışmaların altyapısını oluşturduğu paradigma için kullanılmaktadır. Geleneksel finans teorileri von Neumann ve Morganstern (1944) tarafından ortaya atılan ve Savage (1953) tarafından geliştirilen beklenen fayda teorisine dayanır.

Beklenen fayda teorisi, bütün ekonomik aktörlerin beklenen faydayı maksimize edecek şekilde hareket edecekleri varsayımı ile başlar. Buna göre ekonomik aktörler<sup>1</sup>,

“karşılıklarına çıkan belirsiz durumlarda olayların gerçekleşme ihtimalini hesaplarken istatistikteki Bayes Kuralını kullanan, hesapladıkları olasılıklarla olaylardan elde edecekleri kazanımları çarpmak suretiyle beklenen faydalarını hesaplayan sonra da beklenen faydalarını en üst düzeye çıkaran tercihleri yapan “rasyonel” varlıklardır”.

Finans piyasalarında alınan kararlar, doğası gereği, belirsizlik içerir. Beklenen fayda teorisi bireyin belirsizlik altında nasıl karar alacağını öngören bir model sunmaktadır.

#### 2.1.1. Belirsizlik Durumunda Karar Verme : Beklenen Fayda Teorisi

Bu teoriye göre insanlar belirsizlik durumunda farklı yaklaşımlar göstermektedir.

Beklenen fayda, bir kararın veya stratejinin sonucu olan her bir olası faydanın olayın gerçekleşme ihtimali ile çarpılmasıyla bulunan değeri ifade eder. Burada her bireyin alacağı kararlar neticesinde elde edeceği sonuçlardan (x) oluşan bir fayda fonksiyonunun (u) olduğu kabul edilir. Öyle ki, x sonucunu doğuracak a eyleminin olma olasılığının p, aynı sonuca götürecek b eyleminin olma olasılığının q olduğunu düşünelim,  $p \cdot U(x) > q \cdot U(x)$  ise,

---

<sup>1</sup> Faruk Bostancı, “Davranışçı Finans”(Yeterlik Etüdü,SPK,2003),  
<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile> [10.03.2007].

yani  $a$  eyleminin beklenen faydası,  $b$  eyleminin beklenen faydasından fazla ise karar alıcı kesinlikle  $a$  eylemini seçecektir. Burada karar vericinin farklı olayların olma olasılıklarını kesin olarak bildiği ve buna göre yaptığı hesaplamalar sonucunda faydasını en üst düzeye çıkaran kararı aldığı varsayılmaktadır.

Birden fazla tekrarlayan olaylar için yukarıdaki eşitsizliği aşağıdaki şekilde genişletmek mümkündür:

$$\sum_i p_i \cdot U(x) > \sum_i q_i \cdot U(x)$$

Beklenen fayda teorisi bir takım varsayımlara dayanır<sup>2</sup>.

- “1) İnsanlar bir belirsizlik durumu ile karşılaştıklarında, bu durumun gerçekleşmesine ilişkin “objektif olasılığı” tespit ederler. Bu işlemi yaparken Bayes Teoremini kullanırlar ve herhangi bir yanlılıkla malul değillerdir.
- 2) Çok azdan iyidir. Eğer A, B’den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile B arasından mutlaka A’yı seçecektir.
- 3) Alınan kararlar tutarlıdır. A, B’den, B de C’den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile C arasında bir tercih yapma durumunda A’yı tercih edecektir.
- 4) Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.
- 5) Söz konusu fayda fonksiyonu çanak şeklindedir, bu da “azalan marjinal fayda kuralı”nın geçerli olduğunu gösterir”.

Beklenen fayda teorisi geleneksel finansın temellerini oluşturur. Yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde hareket eden insan iktisatta tanımlanan “rasyonel” insandır.

Literatürde rasyonel insan veya iktisadi insan (homo economicus) kavramları “kendi menfaatine düşkün, kararlarını alırken sadece faydasını artırmaya çalışan, sürekli fayda hesaplaması yapan, duygulardan arınmış aklı ile hareket eden hipotetik bir insanın karşılığı olarak kullanılmaktadır<sup>3</sup>.”

Modern finans teorileri oluşturulurken bu teorilerde insanların “rasyonel” oldukları veri olarak kabul edilir. Beklenen fayda teorisi bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Bu teoriye karşı yapılan

---

<sup>2</sup>Bostancı,age.

<sup>3</sup> Bostancı,age.



itirazların temelinde gözlemlenen insan davranışının teoride varsayılandan farklı olması yatmaktadır.

### 2.1.2. Etkin Piyasalar Hipotezi

Finans literatürüne, etkin piyasalar kavramını kazandıran Fama, etkin piyasayı “rasyonel, kâr maksimizasyonunu amaçlayan, birbirleriyle rekabet eden, hisse senetlerinin gelecekteki fiyatlarını öngörmeye çalışan çok sayıda yatırımcının bulunduğu ve hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek mevcut bilginin bütün yatırımcılara ulaştığı bir piyasa” olarak tanımlamaktadır<sup>4</sup>. Etkin bir piyasada, yatırımcılar arasındaki rekabet sayesinde hisse senetlerinin değerine ilişkin yeni bir bilginin ortaya çıkması durumunda bu bilginin bütün etkisinin piyasa fiyatlarına anında yansıtılacağını ifade etmiştir. Piyasada “mevcut bütün bilginin fiyatlara yansıtılabilmesi” için işlem maliyetlerinin sıfır olması ve bilginin bütün yatırımcılara maliyetsiz bir şekilde ulaşması önkoşuldur<sup>5</sup>.

Etkin piyasalar hipotezi (EPH) üç temel argüman üzerinde durur:<sup>6</sup>

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

Buradaki rasyonelliğin iki anlamı vardır: ekonomik aktörler kendilerine yeni bir bilgi geldiğinde, beklentilerini yeni bilgiye göre Bayes Kanunu’nu kullanarak doğru bir şekilde güncellerler ve bu beklentilere göre beklenen fayda teorisinde öngörüldüğü gibi faydalarını maksimize edecek şekilde optimum kararlar alırlar.

EPH’ye göre piyasa daima dengededir; fiyatlar mevcut bütün bilgiyi yansıtır, bir yatırımcının tutarlı ve sürekli bir şekilde piyasayı yenmesi mümkün değildir. Bununla birlikte teori etkinliğin farklı seviyeleri olduğundan bahseder.

“Zayıf etkinlikte, piyasadaki fiyatlar geçmişte oluşan fiyat hareketleri bilgisini yansıtır. Geçmiş fiyat hareketlerinden gelen bilgi herkes tarafından bilineceği ve bu bilgi fiyatlara yansıtılacağı için geçmiş fiyat hareketlerini takip ederek zayıf-etkin bir

---

<sup>4</sup> Bostancı. **age**.

<sup>5</sup> Bostancı. **age**.

<sup>6</sup> A. Shleifer, **Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance**, (Oxford: Oxford University Press, 2000), 58.

piyasada getiri elde etmek mümkün değildir<sup>7</sup>.”

Örneğin, bir hisse senedi sürekli 3 günlük düşüşün ardından %10'luk bir yükselme yaşıyorsa, bu bilgi piyasadaki rekabetçi yatırımcılar tarafından görülecek ve hisse senedini elinde bulunduranlar 3 günlük düşüşün ardından hisse senetlerini satmayacaklardır.

“Yarı-güçlü etkin bir piyasada, fiyatlar geçmiş fiyat hareketleri bilgisinin yanı sıra kamuya açıklanan bütün bilgileri de yansıtır<sup>8</sup>.” Bu durumda kamuya açıklanan bilgileri kullanarak piyasayı yenmek, başka bir ifade ile bir getiri elde etmek mümkün değildir. Ancak yarı etkin piyasada içeriden bilgi edinme yoluyla getiri elde etmek mümkündür.

“Güçlü etkin piyasa fiyatların kamuya açıklanmış olsun olmasın mevcut bütün bilgiyi (insider bilgi dahil) yansıttığı piyasadır<sup>9</sup>.” Bu durumda yatırımcılar ellerindeki bilgiyi kullanarak piyasada fazladan bir getiri elde edemezler.

Piyasaların etkin olması fiyatların mevcut bilgiyi yansıttığını ifade ederken, dışsal değişkenlerin, örneğin teknolojideki değişimlerin, fiyatları aşağı yukarı hareket ettirmeyeceğini ifade etmez. Böyle bir değişiklik yaşandığında hisse senedinin denge çizgisi yukarı ya da aşağı kayacaktır. Etkin piyasalar teorisinin temel iddiası fiyatların temel değerlerinden aşağıda ya da yukarıda olmadığı, dengede olduğudur.

### **2.1.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli**

Sharpe (1964) tarafından geliştirilen Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM) sermaye varlıklarında risk ve getiri oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmekte kullanılır. Model, bir hisse senedinin istenilen getiri oranının, piyasadaki risksiz getiri oranı ile o hisse senedi için gereken bir risk primi toplamına eşit olduğu varsayımına dayanır. Bu modele göre bir hisse senedinin getirisi ile piyasa getirisi arasındaki ilişki (beta) riskin tek belirleyicisidir ve yatırımcılar bu riske göre hisse senetleri için bir prim talep edeceklerdir. Bu modelden yola çıkarak

---

<sup>7</sup> Bostancı. age.

<sup>8</sup> Bostancı. age.

<sup>9</sup> Bostancı. age.

oluşturulan piyasa çizgisi bir hisse senedinin piyasa koşullarında istenilen getirisinin ne olması gerektiği konusunda fikir verir.

Bu teoriye göre<sup>10</sup>,

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

## 2.2. Davranışsal Finans

Literatüre davranışsal finans ya da davranışçı finans olarak geçen bu alandaki çalışmalar temel olarak iki nokta üzerinde durmaktadır: bilişsel kusurlar ve bu bilişsel kusurların karar alma sürecindeki etkileri.

Davranışsal finans genel olarak insanların nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. Davranışsal finasta insanlar rasyonel değil “normal” kabul edilirler. Davranışsalcılar yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcının tatmin olduğu kararlar olduğunu öne sürerler. “Çevre ile iyi geçinen şirketlere yatırım yapan “yeşil fonlar” veya sigara, alkol gibi toplum tarafından iyi karşılanmayan ürün üreten firmalara yatırım yapmayı reddeden “sosyal sorumlu fonlar” insanların sadece getirilerini maksimize etmeye çalışmadıklarını göstermektedir<sup>11</sup>.”

Davranışsal finasta geliştirilen modeller finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiklerini anlamaya çalışır.

Son yıllarda, psikologlar insanların sistematik bir şekilde optimal muhakemeden ve kararlardan hangi yollarla saptıklarını açıklayacak çalışmalar yapmışlardır. Davranışçı finans insan doğasına ilişkin bu bulguları finansal modellere aktararak iktisadi analizleri zenginleştirmektedir. “İnsanlar geleneksel finansal modellerde öngörüldüğü şekilde rasyonel değillerse, rasyonellik varsayımı kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışçı finansın konusunu oluşturur<sup>12</sup>.”

---

<sup>10</sup> Bostancı, age.

<sup>11</sup> Bostancı, age.

<sup>12</sup> Nicholas Barberis, Richard Thaler, “ A Survey Of Behavioral Finance”, [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/barberis\\_survey\\_01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/barberis_survey_01.pdf) [10.03.2007].

### 2.2.1. Belirsizlik Durumunda Karar Verme: Beklenti Teorisi

Geleneksel finansın altyapısını oluşturan beklenen fayda teorisinin yerini davranışçı finasta beklenti teorisi almıştır. Kahneman'a 2002 yılının Nobel Ödülünü getiren çalışma iktisat tarihinin en fazla atıfta bulunulan çalışmalarından biridir.

Beklenen fayda teorisi belirsizlik durumunda sınırsız bir rasyonel davranışı öngörür. Bu teorinin üzerinde durduğu sınırsız rasyonellik varsayımının gerçek dünyadaki insan davranışını anlatmaktan uzak olduğu ifade edilmektedir<sup>13</sup>.

Allais insanların bazı şans oyunlarını oynarken sistematik bir şekilde beklenen fayda teorisinin aksiyomlarını ihlâl ettiklerini ortaya koymuştur<sup>14</sup>.

“Allais tarafından yapılan deneyde deneklere % 25 ihtimalle 3.000\$ mı, yoksa % 20 ihtimalle 4.000\$ mı tercih ettikleri sorulmuştur. Deneklerin %65'i ikinci seçeneği tercih etmişlerdir. Aynı kişilerden, bu defa, % 100 (4 x %25) ihtimalle 3.000\$ veya % 80 (4 x %20) ihtimalle 4.000\$ arasında tercih yapmaları istenildiğinde deneklerin % 80'i ilk seçeneği tercih etmişlerdir. Her iki soruda da ikinci seçeneğin beklenen faydası daha fazla olduğu halde insanlar ikinci soruda garanti olan getiriyi tercih etmişlerdir. Aslında iki soru arasında olasılıkların 4 ile çarpılmasından başka bir fark olmadığı halde, insanların küçük olasılıklarla büyük olasılıkları aynı değerlendirmedikleri görülmektedir.”

Kahneman ve Tversky yaptıkları deneylerde benzer sonuçlara ulaşmış ve beklenti teorisini bu sonuçlara dayandırmışlardır. “Tversky ve Kahneman insanların kaybetmekten duydukları acının aynı miktardaki bir kazançtan duyacakları hazzın neredeyse iki katı olduğunu öne sürmüşlerdir. Bu nedenle insanların tercihlerini “kayıptan kaçınma”nın (loss aversion) belirlediğini ifade etmişlerdir<sup>15</sup>.”

Beklenen fayda teorisi bir anlamda rasyonel davranış biçimini ortaya koymaya çalışırken, beklenti teorisi fiili davranışın ne olduğunu tanımlamaya çalışır. Beklenen fayda teorisine dayanarak oluşturulan modellerdeki problemler basit ve anlaşılır problemlerdir. Ancak gerçek yaşamda insanların karşılaştıkları problemler bu modeldekilerden çok daha karmaşıktır. Beklenti teorisi bu açığı kapatmaya çalışır.

Beklenti teorisinde insanlar servetindeki nihai değişimden çok servetin referans noktasına göre yaptığı değişimle ilgilenirler. Bu referans noktası genellikle karar vericinin başlangıç servetidir, kazançlar ve kayıplar bu referans noktasına (status quo) göre değerlendirilir.

---

<sup>13</sup> Robert J. Shiller, “Human Behaviour and The Efficiency Of the Financial System”, [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller\\_human\\_behavior.01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller_human_behavior.01.pdf) [10.03.2007].

<sup>14</sup>Bostancı, **age**.

<sup>15</sup> Robert J.Shiller, “Human Behaviour and The Efficiency Of The Financial System”, [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller\\_behavior.01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller_behavior.01.pdf)[10.03.2007].

Referans noktası kişinin elde etmek istediği nokta olarak da değerlendirilebilir. Bu durumda verilen kararın sonucu bu noktayı geçerse kazanç olarak görülürken, noktanın altında kalması durumunda kayıp olarak görülecektir.

Beklenen fayda teorisindeki fayda fonksiyonu yerine, beklenti teorisinde değer fonksiyonu geçmiştir.

Geniş anlamda finansal kararlar, dar anlamda ise yatırım kararları; büyük karmaşıklık ve belirsizlik içermesi nedeniyle, sezgilerin ve hislerin alınan kararlarda etkin olduğu görülmektedir. Buna temel gerekçe olarak ise, insan bilişinin (human cognition) sınırlı olması gösterilmektedir. Kahneman ve Tversky'nin (1979) Beklenti Teori'si (KT Beklenti Teorisi: Prospect Theory), sınırlı rasyonalite teorileri (theories of bounded rationality) ile hevristikler ve bilişsel önyargılara ilişkin çalışmalar bilişsel noksanlıklara (sınırlılıklara) dayalı yaklaşımın sonucunda ortaya çıkmıştır<sup>16</sup>.

Kahneman ve Tversky (1979) Beklenti Teori'si ile; insanların kazanç ile kayıplara farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdiklerini ortaya koymuştur. Ayrıca, "beklenen risk"ten ziyade "algılanan risk" in hesaba katılması gerektiğini öne sürmüşlerdir<sup>17</sup>.

Yapılan araştırmalar insanların yatırım kararlarında rasyonel olarak riskten kaçınmak, tercihlerini optimize etmek ve portföylerini çeşitlendirmek istemekle birlikte, bunu uygulamada gerçekleştiremediğini ortaya koymaktadır. Buna temel gerekçe olarak ise; hevristikler, bilişsel önyargılar ve duygusal faktörleri kapsayan psikolojik önyargılar gösterilmektedir. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel temelli olmaktan ziyade, sezgilere ve hislere dayalı alınmaktadır.

### **2.3.Nöroekonomi**

2000'li yıllardan bu yana gündemde olan nöroekonomi (neuroeconomics) insanların nasıl karar aldığını öğrenmek amacıyla sinirbilim, psikoloji ve ekonomi bilimlerinin birlikte çalıştığı bir alan olarak tanımlanmaktadır<sup>18</sup>. Nöroekonomi, karşılıklı iletişim oluştuğunda, ödül ve riskler kategorize edilirken, kararlar değerlendirilirken beynin rolünü sorgular. Bu alanda çeşitli metotlarla beyin taraması yapılarak karar verme mekanizması keşfedilmeye çalışılmaktadır. Yeni teknolojinin sayesinde, yatırım

<sup>16</sup> Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, (İstanbul:Değişim yayınları,2003),

<sup>17</sup>D. Kahneman, A. Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", <http://important.behaviouralfinance.net/KahnemanTversky1979.pdf> [20.03.2007].

<sup>18</sup>"Neuroeconomics", <http://en.wikipedia.org/wiki/Neuroeconomics> [01.12.2008].

yapıldığında beyinde açılan ve kapanan sinir döngüsüne ait kesin verilere ulaşma imkanı doğduğu ifade edilmektedir. Bu yeni dal bireyi karar vermeye yönelten süreci sadece teorik ve pratik açıdan değil temel bir biyolojik fonksiyon olarak da keşfetmeye çalışmaktadır.

Bu alanda elde edilen veriler beynin sanılanın aksine istikrarlı, etkili, mantıklı bir makine olmaktan uzak olduğunu göstermektedir<sup>19</sup>. Yatırım yapılırken kaybın vereceği ıstırap ve kazancın vereceği mutluluk şeklinde ifade edilen içgüdüsel reaksiyonlar katı olasılık hesaplamaları ile iç içe geçmektedir. Beynin yatırım kararı alırken sadece hesaplama ve değerlendirme yapmadığı, insanoğlunun hissedebileceği en derin duygulardan bazılarının kayıp ya da kazanç anında ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Daniel Kahneman'ın da ifade ettiği gibi finansal karar alımı sadece para ile ilgili değildir, aynı zamanda kayıptan duyulan pişmanlık ve kazançtan duyulan gururla da ilintilidir. Duygular sağlam finansal kararlar almayı engelleyen bir unsur gibi de düşünülmemelidir. Saf rasyonalite de portföy oluştururken en az duyguların etkisiyle karar almak kadar tehlikelidir. Nöroekonomi, en iyi sonuçların duygularla mücadele etmek yerine onları daha iyi kararlar alabilmek için kullandığımız takdirde elde edilebileceğini ifade etmektedir.

Nöroekonominin ulaştığı sonuçlara değinilecek olursa,<sup>20</sup>

- \* Para kaybı ya da kazancı tek başına finansal ya da psikolojik bir çıktı olmanın yanı sıra beyni ve vücudu da etkileyen biyolojik bir fonksiyondur.
- \* Yatırım yapılırken kazanç elde edildiğinde beyinde müthiş haz verici bir sinirsel aktivite oluşur.
- \* Eğer fiyatlarda örneğin çok hafif bir yükselme şeklindeki bir uyarı iki kere tekrarlanırsa beyin otomatikman, bilinçsizce ve kontrol edilemez bir biçimde bir üçüncüyü beklemeye başlar.
- \* Kişi yatırımın getirilerinin tahmin edilebilir olduğu sonucuna vardığında, beyin mevcut modele aykırı her durumda alarm verir.
- \* Finansal kayıplar beynin ölümcül tehlikeye cevap veren bölümünde

---

<sup>19</sup> Jason Zweig, "Your Money and Your Brain",  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012738](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012738) [01.03.2009]

<sup>20</sup> Jason Zweig, "Your Money and Your Brain",  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012738](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012738) [01.03.2009]

değerlendirilmektedir.

\* Bir kazanç beklentisi ve kazancın ele geçmesi beyinde çok farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Bunun para mutluluk getirmez değişimi açıklar bir durum olduğu vurgulanmaktadır.

\* İyi ya da kötü bir durumu beklemenin onları deneyimlemekten daha yoğun duygulara sebebiyet verdiği ifade edilmektedir.

## 2.4.Finansal Piyasalarda Yatırımcı Tipleri

### 2.4.1. Rasyonel-İrrasyonel yatırımcı

**Rasyonel Yatırımcı:** Geleneksel ekonomi kuramında, ekonomik insan olarak tanımlanan bireylerin akılcı (rasyonel ), duygularından arınmış bir şekilde davrandığı varsayılmaktadır. Rasyonel yatırımcı, sürekli fayda hesaplaması yapan, tutarlı ve organize tercihlere sahip ve bu tercihler arasından her zaman yararını optimize edecek alternatifini seçen bireyler olarak tanımlanmaktadır.

**Noise Yatırımcı/Söylenti Taciri Riski :** Noise kavramı, finans literatürüne Fischer Black'in bir katkısıdır. Söylenti olarak dilimize çevrilen noise kavramı, yatırımcıların kararlarını etkileyen enformasyon dışındaki her şeyi ifade etmektedir.

Davranışçı finans düşünce alanında bilişsel yanılıklar, yatırımcıların duyguları ve toplumsal etkiler noise kavramı içinde düşünülebilir.

“Söylenti taciri, kararlarını alırken enformasyona dayanarak değil söylentiye dayanarak karar alan bu nedenle de, geleneksel finans diliyle, irrasyonel olan yatırımcıdır. Söylenti tacirlerinin varlığı piyasada aynı zamanda başka bir belirsizliğin kaynağı olmaktadır. Bu belirsizlik rasyonel yatırımcıların söylenti tacirlerinin nasıl hareket edeceklerini kestirememelerinden kaynaklanır. Piyasalarda söylenti tacirleri aldıkları irrasyonel kararlar neticesinde fiyatların temel değerlerinden uzaklaşmasına neden olurlar”<sup>21</sup>.

### 2.4.2. Risk Alma Eğilimi Açısından Yatırımcı Tipleri

**Risk,** bir yatırımın sağladığı getirinin beklenenden farklı olması ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Bu durum mevcut yatırımın bir kısmının ya da tamamının kaybedilmesi olasılığını da içermektedir. Risk genellikle belirli bir yatırımın geçmiş ya da ortalama getirilerinden standart sapmaları hesaplanarak ölçülmektedir<sup>22</sup>. Finans alanında risk ve getiri arasındaki ilişki bulunduğuna yönelik temel bir varsayım

<sup>21</sup> Bostancı, age.

<sup>22</sup> “Risk”, <http://www.investopedia.com/terms/r/risk.asp>[01.06.2008].

vardır. Buna göre yatırımcı ne kadar yüksek risk almaya razı olursa o kadar yüksek getiri elde edecektir. Bu nedenden dolayı yatırımcılar üstlendikleri ilave riski telafi etme ihtiyacı duyar.

Literatürde risk seven(risk lover), riskten kaçınan (risk averse) ve riske kayıtsız yatırımcı (risk neutral) olmak üzere üç tip yatırımcı tanımlanmaktadır.

**Risk seven yatırımcı**, düşük getiri beklenen bir yatırım aracı için ilave risk almaya gönüllü olan kişidir. Varlığını kaybedeceğini bile bile risk almaktan kaçınmaz. Yatırım yapılırken her zaman bir risk-getiri takası sözkonusudur. Düşük risk beraberinde düşük getiri getirirken, yüksek potansiyel getiriler yüksek risk taşımaktadır. Risk seven yatırımcı beklenen getirisi düşük, yüksek riskli yatırımlara yönelir<sup>23</sup>.

**Riskten kaçınan yatırımcı**, benzer tahmini getiriye sahip iki yatırım arasında düşük riskli olanı tercih eden kişidir. Bu tip yatırımcılar piyasada güvenli yatırımlar olarak tanımlanan, genellikle düşük getirisi bulunan yatırım araçlarına yönelirler. Eğer yatırımın yüksek getiri potansiyeli garanti ediliyorsa artan riski karşılamaya gönüllü olurlar<sup>24</sup>.

**Riske kayıtsız yatırımcı**, yatırımın beklenen getirisi ile ilgilenir. Yüksek getiri tercih eder, risk seviyesi yatırım kararını etkilemez.

Bu alanda yapılan çalışmalar göstermiştir ki genç yatırımcılar yaşlılara oranla risk almayı daha fazla tercih etmektedir. Risk sever yatırımcılara bakıldığında erkek yatırımcıların ağırlıkta olduğu görülmektedir. Eğitim ve gelir düzeyi arttıkça risk alma düzeyinin de arttığı gözlenmiştir. Piyasaya ilişkin bilginin yatırımcıların riske karşı tutumlarını belirlediği ifade edilmektedir. Kötümserlerin iyimserlere göre genellikle daha az risk almak istedikleri görülmüştür. Ekonomik kriz, resesyon zamanlarında yatırımcıların genellikle riskten kaçındıkları, şokların yatırımcıları daha az risk almaya ittiği ifade edilmektedir.

### 2.4.3. Sermaye Piyasalarında Yatırımcılar

**Bireysel Yatırımcılar:** “Kendi nam ve hesaplarına yatırım yapan, işlem miktarları göreceli olarak küçük olan yatırımcılardır.[...]Bireysel yatırımcılar sermaye

<sup>23</sup>“Risk Lover”, <http://www.investopedia.com/terms/r/risklover.asp>[01.06.2008].

<sup>24</sup>“Risk Averse”, <http://www.investopedia.com/terms/r/riskaverse.asp>[01.06.2008].

<sup>25</sup>Osman Barak,**Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**,(Ankara:Gazi Kitabevi,2008),31.



piyasasının çok önemli unsurlarıdır. Ancak bireysel yatırımcıların varlığı durumunda sermaye piyasası araçları bir anlam ifade eder. Yatırımcıların bireysel ilgisi ve tercihi yerli ve yabancı , bireysel ya da kurumsal diğer yatırımcıların piyasaya olan ilgisini artırır<sup>25</sup>.”

**Kurumsal Yatırımcılar :** “Kurumsal yatırımcılar tek tek bireylerin fonlarını bir araya getirerek, menkul kıymetler portföyü oluşturan ve işleten kurumlardır. Bunlar, küçük ve deneyimsiz tasarruf sahiplerinin riskini azaltır, profesyonel bir yönetim sayesinde uzmanlık gerektiren mali ve teknik araçları kullanabilmelerini sağlarlar<sup>26</sup>.” Bilgiye ulaşımı kolaylaştırarak yatırımcının bilinçli bir şekilde yatırım yapması sağlandığından sermaye piyasasına yönelişi teşvik eden bir özellik taşımaktadır.

Başlıca kurumsal yatırımcılar;

- Yatırım Fonları
- Yatırım Ortaklıkları
- Emeklilik Fonları
- Sigorta Şirketleri
- Sosyal Güvenlik Kurumu
- Bankalar
- Aracı Kurumlar
- Portföy Yönetim Şirketleri olarak sıralanabilir.

#### 2.4.4. Hisse Senedi Piyasasında Yatırımcı Tipleri

**Gün İçi Yatırımcı (Day Trader) :** Finansal araçlarını aynı gün içinde alıp satan yatırımcıdır. Bütün pozisyonları genellikle aynı gün içinde, piyasanın kapanışından önce elden çıkarır.<sup>27</sup>

Bu tip piyasa oyuncularını piyasada günü birlik işlem yaparken kullandıkları yöntem açısından beş grupta incelemek mümkündür.

- a) Spekülatörler :** Spekülatör, günde düzinelerce ya da yüzlerce işlem yapan, bu sayede arz-talep fiyat farkından yararlanarak her bir işlemden küçük bir kar elde etmeye çalışan yatırımcıdır<sup>28</sup>.”

---

<sup>26</sup> Güzin Şahin, “Sermaye Piyasalarında Yatırım danışmanlığı-Yatırım Yönetimi Hizmetleri ve Türkiye’de Durum” (Yeterlilik Etüdü,SPK İnceleme Değerlendirme ve İzleme Dairesi,1992),4.

<sup>27</sup>“Day Trader”, [http://en.wikipedia.org/wiki/Day\\_trader](http://en.wikipedia.org/wiki/Day_trader) [01.06.2008].

<sup>28</sup> “Scalpers”,<http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/081902.asp>[01.06.2008].

- b) Momentum Yatırımcıları :** Bu yöntemi tercih eden piyasa oyuncuları yüksek volümde tek bir yönde belirgin bir şekilde hareket eden hisse senetleri üzerine yoğunlaşırlar. Bu sayede “ patlamaya” hazır , kar elde edebilecekleri bir hisse senedi bulmayı amaçlarlar.Hisse senetlerindeki fiyat hareketinin ne zaman ve ne hızla değiştiğine bağlı olarak aynı pozisyonda birkaç dakika, birkaç saat ya da bütün gün kalabilirler<sup>29</sup>.”
- c) Teknik Yatırımcılar :** Bu yöntemi tercih eden yatırımcıların özelliği tablolara ve grafiklere takıntılı olmalarıdır. İndeks grafiklerini, hisse senedi bantlarını izleyerek al ya da sat sinyali verebilecek yakınlaşma ya da uzaklaşma işaretleri ararlar. Gelecekte hisse senedinde ne olabileceğini tahmin etmek amacıyla geçmişe bakarak işlem verilerinde belirgin, tanınabilir işaretler bulmaya çalışırlar. Geçmişe bakarak geleceği anlamaya çalışan piyasa oyuncularındır<sup>30</sup>.
- d) Aşırı Tutucu Yatırımcılar :** Bu tip piyasa oyuncuları hangi hisse senedinin ne zaman satın alınacağını gösteren belirli şirket olayları, açıklamaları ( mevcut ya da beklenen kazanç raporları, hisse senedi bölünmeleri, ele geçirmeler vb.) üzerine odaklanırlar<sup>31</sup>.
- e) Esnek Yatırımcılar :** Bu tip piyasa oyuncularının izlediği yöntem şirket verilerine odaklanan yöntemin bir benzeridir. Yalnız burada yatırımcılar mantıklı bir kar elde etmeyi sağlayacak yeterli düzeydeki fiyat hareketlerinin oluşması zaman alacağı için bir günden fazla aynı pozisyonda bekleyebilirler. Bu yöntem günü birlik alım satımla trendi takip eden alım satım arasında bir noktada yer alır<sup>32</sup>.

#### **2.4.5.Finansal Karar Almaya Yönelik Davranışsal Kalıplar Açısından Yatırımcı Tipleri**

Yatırımcıları finansal tutum ve davranışlarına göre incelemeyi amaçlayan bir çalışmada günlük finansal davranışlara ve bazı ilgili demografik değişkenlere göre beş bölüme ayrıldıkları görülmüştür. Yatırımcılar, endişe, finansal konulara ilgi, karar verme tarzları, ihtiyati tasarruf ihtiyacı ve harcama olarak tanımlanan beş boyut

---

<sup>29</sup>“Momentum Trading”,  
<http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/090302.asp>[01.06.2008].

<sup>30</sup>“Technical Trading”,  
<http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/091802.asp>[01.06.2008].

<sup>31</sup> “Fundamental Trading”,  
<http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/100102.asp>[01.06.2008].

<sup>32</sup> “Swing Trading”,  
<http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/101602.asp>[01.06.2008].

açısından incelenmiştir. Yatırımcılar finans alanına yönelik tutum ve davranışları açısından incelenerek birey bazında finansal yönetime ilişkin farklı davranış kalıplarına ulaşılmıştır<sup>33</sup>. Bunları özetleyecek olursak;

**a) Rasyonel Yatırımcılar:** Bu grupta ekonomik ve finansal konulara güçlü bir ilginin olduğu görülmüştür. Yatırımcılar finansal dünyada kendilerini emin ve rahat hissetmektedirler. Kararlarını riskleri karşılaştırarak analitik bir şekilde alır ve ihtiyati tasarruf ihtiyacı duyarlar. Bu gruptaki yatırımcılara göre para tek başına bir değer ifade etmez ancak akıllıca idare edilmesi gereken bir araç olarak görülmektedir.

**b) Miyopik Yatırımcılar:** Bu gruptaki yatırımcılar finansal dünyada kendilerini endişesiz ve güvenli hissetmektedirler. Finansal konulara orta düzeyde bir ilgileri vardır. Bu açılarından rasyonel yatırımcılarla benzerlik göstermekle birlikte onlardan farklı olarak ihtiyati tasarrufa yönelik daha zayıf bir ihtiyaç duyarlar. Finansal konuları kontrol altına almış bir görünüm arz etmektedirler.

**c) Endişeli -Tasarruf Eğilimli Yatırımcılar :** Bu gruptaki yatırımcıların büyük çoğunluğu ihtiyati yatırım ihtiyacı duymaktadır. Karar verirken analitik bir yöntem izlerler, spontane harcamalardan hoşlanmazlar. Yatırımcılar finansal konulara endişeli yaklaşır, finansal terminolojiye hakim değildirler. Finansal kararlarını erteleme eğilimindedirler. Finansal konulara düşük bir ilgi göstermektedirler.

**d) Önsezilerini Dinleyen Yatırımcılar :** Bu gruptaki yatırımcıların karakteristik özelliği sezgisel ve spontane karar alma tarzlarıdır. Finansal konularla ilgilenmezler ancak bu onları güvensiz ya da endişeli hissettirmez. Paranın yalnızca mutlu olmayı ifade ettiğini düşünmezler. İhtiyati tasarruf ihtiyacı taşımamaktadırlar.

**e) Endişeli – Savurgan Yatırımcılar :** Bu gruptaki yatırımcıların büyük çoğunluğu finansal konularda kendini güvensiz hissetmekte ve finansal konularla ilgilenmemektedirler. Para harcamayı sevmekle birlikte ihtiyati tasarruf ihtiyacı göstermektedirler. Büyük miktarlar söz konusu olduğunda bile sezgisel ve spontane bir şekilde karar almaktadırlar. Harcama eğilimleri tasarrufa yönelik tutumları ile tezat teşkil etmektedir.

---

<sup>33</sup> Brigitte Fünfgeld, Mei Wang, "Attitudes And Behaviour In Everyday Finance: Evidence From Switzerland, *International Journal of Bank Marketing*, c.27, s.2:124.

## 2.5.Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörler

### 2.5.1.Ekonomik Faktörler

Ekonomik faktörler, finansal piyasaları etkileyen ve dolayısıyla mevcut finansal ortamda karar alma durumunda olan yatırımcı davranışlarını yönlendiren faktörlerdir. Yatırımcılar karar alırken gerek ulusal gerek uluslararası ekonomi ve finans platformlarındaki gelişmeleri göz önünde bulundurmaktadırlar.

Bu alanda yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunda bu gelişmelerin sermaye piyasası üzerindeki etkisi ve bunun yatırımcı davranışları üzerindeki izdüşümünün araştırıldığı görülmektedir.

Sermaye piyasasını etkileyen ve yatırımcıların ilgisini piyasaya çeken ya da uzaklaştıran bu faktörler arasında fiyatlar genel seviyesindeki, gayri safi milli hasıladaki, hükümet harcamalarındaki, para arzındaki, faiz hadlerindeki, döviz kurlarındaki ve kurumlar vergisindeki değişiklikler sıralanmaktadır<sup>34</sup>.

Bu faktörlerde görülen artış ya da azalışların sermaye piyasasına ve yatırımcı davranışlarına olan etkisi, hisse senedi fiyatlarında sebep oldukları değişmeye paralel olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Bu faktörlerin ya hisse senedi fiyatlarına olumlu bir etki yaparak yatırım yapma arzusunu artırdığı, ya da hisse senedi fiyatlarını düşürerek tersine bir etki yaptığı ifade edilmektedir<sup>35</sup>.

Türkiye’de yatırımcıların kararlarına etki eden unsurlar arasında makroekonomik göstergelerin yanı sıra firmanın finansal durumuna ilişkin veriler de yer almaktadır. Firmanın genel yapısı, sektör içindeki konumu, mali durumundaki değişiklikler, tahmini kazancı gibi verilerin de yatırım kararlarında etkili olan diğer faktörler arasında yer aldığı görülmektedir.<sup>36</sup> Bu unsurlarda görülen olumlu ya da olumsuz gelişmeler hisse senedi fiyatlarına yansımakta, sağlıklı fiyat oluşumlarına, spekülasyon etkilerine yol açabilmekte ve bu nedenle sermaye piyasalarındaki yatırımcı davranışını ve kararlarını belirlemektedir<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Osman Barak, **Davranışsal Finans:Teori ve Uygulama**,(Ankara:Gazi Yayınevi,2008),49.

<sup>35</sup> **age**,50-55.

<sup>36</sup> Erhan Demireli, “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, <http://eab.ege.edu.tr/pdf/8-1/C8-S1-M12.pdf> [01.12.2008].

<sup>37</sup> Barak,**age**,27.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen makroekonomik istikrarsızlığa dair göstergeler (kamu kesimi açığı, yüksek enflasyon, istikrarsız büyüme, fiyatlarda şiddetli dalgalanma, dış kaynak (IMF vb) bağımlılığı, yüksek işsizlik oranı, artan belirsizlik, beklentilerde kötüleşme, yüksek risk ortamı, krizler vb ) piyasa etkinliğini azaltarak kırılmalı bir finansal piyasa ortamı oluşmasına sebebiyet vermektedir. Sermaye hareketlerindeki artışa ve yabancı yatırımların gelmesiyle ortaya çıkan sıcak para akımlarının piyasalarda kriz yaratıcı etkenler arasında yer aldığı ifade edilmektedir. Bu ve benzeri gelişmeler sonucunda sermaye piyasalarında görülen fiyat dalgalanmalarının istikrarı bozucu etki yaparak, aşırı kayıp ya da kazançlara neden olarak sermaye piyasasının uzun dönemli bir yatırım aracı olma özelliğini tartışılır kıldığı belirtilmektedir<sup>38</sup>. Yaşanan bu olumsuz gelişmelerin finansal piyasaları arzu edilen etkinlikten ve derinlikten uzaklaştırdığı, belirsizlik ve risk ortamının yatırımcılarda güvensizlik doğurarak piyasaya olan ilgiyi azalttığı görülmektedir. Küreselleşmenin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği günümüzde uluslararası finans piyasalarında etkin rol alabilmek için mevcut durumun iyileştirilmesine yönelik olarak; kısa vadeli portföy hareketlerine ilişkin önlemler almak, temel makroekonomik dengelere itina göstermek, doğru ekonomi politikaları izlemek gibi tedbirlere başvurulması yoluyla hem yatırımcı açısından daha cazip bir ortam yaratılması hem de istikrarın sağlanabilmesinin mümkün olacağı belirtilmektedir.

Son dönemlerde görülen ulusal ve uluslararası boyuttaki ekonomik ve finansal krizlerin olumsuz etkileri sürmektedir. Finansal krizlerle başa çıkabilmenin yolu olarak etkin ihtiyati gözetim, uygun teşvikler ve gerekli kısıtlamaları sürdürmek suretiyle finansal sektörde rekabetin, şeffaflığın ve yeniliklerin artırılması görülmektedir. Krize direnebilen piyasaların güven ortamı oluşturarak yatırım yapmayı teşvik edici bir unsur olacağı ifade edilmektedir<sup>39</sup>.

### **2.5.2. Siyasal Faktörler**

Siyaset ve ekonomi iç içe geçmiş kavramlar olmaları nedeniyle yaşanan iç ve dış siyasal gelişmelerin ekonomiye yansıdığı ve bu nedenle siyasal faktörlerin yatırımcıların göz önünde bulundurduğu başlıca faktörler arasında yer aldığı

---

<sup>38</sup> Demireli, **age**.

<sup>39</sup> Joseph E. Stiglitz, “Finansal Düzenlemelere İlişkin Prensipler: “Dinamik Portföy Yaklaşımı”, çev.T.B.B. Bankacılık ve Araştırma Grubu, [www.tbb.org.tr/turkce/araştırmalar/Kriz%20%20ortamında%20düzenleme.doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/araştırmalar/Kriz%20%20ortamında%20düzenleme.doc)[1.8.2008].

belirtilmektedir. Ulusal, bölgesel ve uluslararası siyasi koşul ve ortamların piyasaları etkilediği belirtilmektedir. Siyasal istikrar ya da siyasal belirsizlik ve güvensizlik, ülkede seçim yılı olması, beklenmedik bir savaş yada askeri müdahaleler, terör eylemleri, iç ya da dış politikada yaşanan gerginlikler, siyasal ve diplomatik krizler ekonomiye olumlu ya da olumsuz biçimde yansımaktadır. “Örneğin, Kasım 1963’te New York menkul kıymetler Borsası’na Başkan Kennedy’nin ölüm haberi geldiğinde hisse senetleri fiyatlarında ani düşüş başlamış ve bunun üzerine borsa kapatılmıştır. Borsa tekrar açıldığında, piyasa riski ortadan kalkığından hisse senedi fiyatları normal seyrine yükselmiştir.”<sup>40</sup>

Irak savaşı, 2001 yılında Dünya Ticaret Merkezi’ne düzenlenen terör saldırısı vb olaylar sadece siyasal boyutlarıyla değil ekonomi üzerinde yarattıkları etki ile de hissedilmiştir. Siyasal gelişmelerin ekonomi ve finans piyasalarında yarattığı etkiler yatırımcıların davranışlarına yön vermektedir. Savaş ya da savunmaya yönelik olan kamu harcamalarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarına etki yapması ve sermaye piyasasında yatırım yapma kararına etki etmesi buna örnek verilebilir.<sup>41</sup>

“Türkiye’de ekonomik ve siyasi ortamlardaki istikrarsızlıkların belirgin bir şekilde ön plana çıktığı dönemlerde fiyat dalgalanmaları yaşanmaktadır. Piyasanın yeterli derinliğe kavuşmaması, yatırımcıların önemli bir bölümünün rasyonel davranmaması ve gelişmiş ülkelerdeki gibi piyasa düzenleyiciliğinin bulunmaması vs sebepler topluluk psikolojisi olgusunu ön plana çıkartmaktadır. Bu da hisse senetlerinin getiri oynaklığının (volatilité), belirgin şekilde yükseltmesine yol açmaktadır.”<sup>42</sup>

### 2.5.3. Hukuki Faktörler

Hukuki faktörler olarak finansal piyasaların işleyişine ilişkin yasal düzenlemeler karşımıza çıkmaktadır. Etkin piyasa problemine yönelik ileriki bölümlerde detaylı olarak yer alan unsurlarla (manipülasyon vb) mücadele etme amacıyla uluslararası ilke ve kurallara yönelik olarak mevzuatta yapılan düzenlemeler, finansal piyasanın işleyişine yaptığı olumlu katkılar neticesinde yatırımcı davranışlarına yön vermektedir. Bu düzenlemelerle daha etkin, şeffaf, denetime açık dolayısıyla yatırımcıları eksik ya da yanıltıcı bilgiden, manipülatif faaliyetlerden koruyan güvenli bir piyasa yapısı oluşturmak amaçlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma kural ve esaslarının tam olarak uygulanması finansal piyasaların düzgün ve adil işleyişinin temelini oluşturmaktadır.

---

<sup>40</sup> Barak. **age**,29.

<sup>41</sup> **age**,51.

<sup>42</sup> Didem Halabak, “Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler”, (Yüksek Lisans Tezi, M.Ü.Soyal Bilimler Enstitüsü,2006),153.

“Piyasanın işleyiş esas ve kuralları dahilinde menkul kıymet işlem ve fiyatlarının yönünü etkileyecek bilginin; tam olarak, herkes için eşit koşullarda ve eş zamanlı dağılımının sağlanması gerekir.[...] Yapılan hukuki düzenlemelerle, içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülatif hareketlerin açıkça tanımlanması sonucu bu tür faaliyetleri yapabilmeye potansiyeline sahip olan kişi ve kuruluşlar açıkça belirtilmekte, bunların sınırlarını belirleyici ve caydırıcı cezai müeyyidelerle birlikte gözetim ve denetimi sağlayıcı yetkili otoriteler saptanmaktadır<sup>43</sup>.”

Bu çerçevede ele alabileceğimiz bir diğer unsur olan kurumsal yönetim kavramı, hisse senetleri halka arz olmuş şirketlerde görülen temsil edenle edilen arasındaki bilgi eşitsizliğini gidermeye, yöneticilerin kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak haksız kazanç elde etmelerine engel olmaya yönelik düzenlemeler yapılmasını gerekli kılmıştır. Bu doğrultuda şirketlerin belli dönemlerde finansal durumlarına yönelik bilgileri içeren raporlar yayınlamaları ve bağımsız denetleme kurumlarınca incelenerek yatırımcıların haklarının güvence altına alınmasına yönelik yasal düzenlemeler hayata geçirilmiştir<sup>44</sup>. Bu ve benzeri yasal düzenlemelerle yatırımcının zihninde finansal piyasalara yönelik belirsizlik ve risk algılamasını olumlu yönde değiştirmek amaçlanmaktadır.

#### **2.5.4.Bilgi Kaynakları**

Yatırımcıların yatırım yaparken göz önünde bulundurdıkları bilgi kaynakları üç grupta incelenebilir.

- a) Şirketlerin kamuyu aydınlatma prensibi gereğince açıklamaları gereken işletmenin faaliyetleri ve finansal durumuna ilişkin raporlar ve birleşme, satın alma vb gelişmelere yönelik bilgiler.
- b) Profesyonel bilgiler; Denetim şirketlerinin, aracı kurumların, rating şirketlerinin vb yayınladığı raporlar, analizler.
- c) Yorumla yönelik ikincil bilgiler; Medyada yer alan haberler, yorumlar,yatırım danışmanlarının tavsiyeleri,ekonomi yazarlarının makaleleri vb.

İşletmelerin faaliyetleri ve finansal yapılarına ilişkin bilgilerin, ortaya çıkacak yeni gelişmelerin işletmeye ait hisse senedi fiyatlarına etki edebileceği belirtilmektedir. “Menkul kıymetin piyasa fiyatı, menkul kıymete ilişkin bilginin etki gücü nispetinde değişmekte ve menkul kıymete yeni bir fiyat düzeyi oluşturmaktadır.[...]Kar ilanlarının piyasaya bilgi taşıdığı hipotezi çeşitli araştırmacılar tarafından test edilmiş

<sup>43</sup> Meral Tezcan Varışlı, **İçeriden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, (İstanbul:İMKB,1996),230.

<sup>44</sup> Cemal Küçüksözen,**Finansal Bilgi Manipülasyonu**,(Ankara:SPK,2005),244.

olup, karlarla ilgili yeni bilginin hisse senedi fiyatı üzerinde olumlu etkiye neden olduğu saptanmıştır<sup>45</sup>.”Yapılan açıklamaların, yatırımcıların üzerinde yarattığı olumlu ya da olumsuz kanı doğrultusunda kararlarına yön verdiği ve piyasayı etkilediği ifade edilmektedir.

“İşletme yöneticilerinin, işletme ile ilgili yapmış oldukları açıklamalar sermaye piyasasındaki yatırımcıların piyasadaki davranışlarını etkilemekte, bu etki de şirket hisse fiyatında değişime neden olmaktadır.[...] Başka bir ifade ile, yöneticilerin yapmış oldukları açıklamalarla sağlanan bilgi, yatırımcıların kanılarını değiştirerek fiyatları yeniden gözden geçirmelerine yol açmaktadır<sup>46</sup>.”

Yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi bu bakımdan önem taşımaktadır. yatırımcıların işletme faaliyetleri hakkında yeterli ve sağlıklı bilgi edinememesi, açıklanan bilgilerin piyasaya ulaşmasında yaşanan zaman tutarsızlıklarının piyasada sağlıklı fiyat oluşumlarına yol açtığı belirtilmektedir. Piyasada görülen spekülasyon fiyat hareketlerinin oluşumu da buna bağlanmaktadır<sup>47</sup>. Yatırımcıların elde ettikleri bilgi yetersiz, eksik, gecikmiş (piyasayı yanıltıcı) olduğu takdirde durumu olduğundan farklı algılayarak hatalı kararlar alabilecekleri ifade edilmektedir.

Profesyonel bilgilerin doğru ve tarafsız olması bu bakımdan büyük önem arz etmektedir. Enron skandalı buna en çarpıcı örnek olarak gösterilmektedir. Skandala yol açan nedenler arasında işletmenin manipülatif faaliyetlerine göz yuman denetim şirketi ve analistler de gösterilmektedir<sup>48</sup>.

Analistlerin edindikleri bilgiler açısından yaptıkları yorumların menkul kıymet üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Farklı teknik ve metotları kullanan analistlerin, ilgili haber kaynaklarından yararlanarak farklı değerlendirmeler yapacağı ve bunun sonucunda pazara alım ya da satım şeklinde farklı yargıların yansıtacağı ifade edilmektedir. Yeni bilgilerin yeni stratejilere yol açacağı ve piyasada bu şekilde durağan olmayan bir dengenin oluşacağı öngörülmektedir<sup>49</sup>. Farklı kaynaklardan yararlanan yatırımcıların davranışlarının da buna bağlı olarak değişeceği belirtilmektedir.

Northwestern Üniversitesi Kellogg Yönetim Okulu’nda araştırmacıların yaptığı bir çalışma mart 2006’da yayınlanmıştır<sup>50</sup>. Bu çalışmada fon yöneticisi olan Jim

---

<sup>45</sup> Barak, **age**,23.

<sup>46</sup> **age**,27.

<sup>47</sup> Barak, **age**,27.

<sup>48</sup> Küçüksozen, **age**,197.

<sup>49</sup> Barak, **age**.21.

<sup>50</sup> Albert Phung, “ Mad Money...Mad Market?”, <http://www.investopedia.com/articles/06/madmoney.asp> [15.04.2008].



Cramer'ın "Mad Money" adlı televizyon programında verdiği tavsiyelerin tahmin edilebilir bir trend yarattığı görülmüştür. Jim Cramer programında bir dizi hisse senedi hakkında alım satım tavsiyelerinde bulunmaktadır. Program oldukça geniş bir izleyici kitlesine sahiptir. Araştırmacılar programda sözü edilen hisse senetlerinin borsadaki seyrini izlemişler ve "Cramer Sıçraması" (Cramer Bounce ) adını verdikleri bir olguya rastlamışlardır. Buna göre analistin tavsiyeleri, sözkonusu hisse senetlerinin değerinde takip eden günde istatistiksel olarak küçük de olsa belirgin bir yükselişe sebep olmaktadır.

Araştırmacılar bunun analistin değerinin altında fiyatlanmış hisseleri doğru tahmin etmiş olmasından kaynaklanmadığı sonucuna varmışlardır. Asıl sebebin programın izleyicilerinin büyük bölümünün onun tavsiyeleri doğrultusunda alım yapmaları olduğunu ifade etmişlerdir. Gözlenen artışların programın yayınlanmasından sonra yaklaşık 12 gün sürdüğü tespit edilmiştir. Bu noktadan hareketle Cramer'ın tavsiyelerinin hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Cramer sıçraması adı verilen bu durum, yatırımcıların yatırım aracına ilişkin mevcut verileri inceleyerek rasyonel bir davranış sergilemek yerine tavsiyeler üzerine yatırım kararı almalarına ve medyanın yatırımcılar üzerindeki etkisine bir örnek olarak gösterilmektedir.

Medyanın yatırımcılar üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirtilmektedir. Medyanın, internete de yayılmış olmasının verdiği artan etkiyle finansal olaylara yön veren bir konuma geçtiği ifade edilmektedir. Yazılı ve görsel basın, verdiği haberlerin etkisiyle yatırımcılarda benzer düşüncelerin oluşmasına sebebiyet vererek piyasalarda belirli hareketlerin görülmesine yol açtığı vurgulanmaktadır. Medya, izleyicilerin dikkatini piyasadaki ilginç haberlerin üzerine çekmek suretiyle spekülasyon fiyat hareketlerinin (fiyat köpükleri-speculative bubbles) başlıca yayıcısı olarak gösterilmektedir. Bu güçlü etkiye karşın medyanın piyasayı yönlendirmekte tek başına bir etken olamayacağı, yatırımcıların davranışlarına yön veren başka faktörlerin de bulunduğu belirtilmektedir<sup>51</sup>.

### **2.5.5.Sosyo-Kültürel Faktörler**

Sosyal bilimlerde özellikle sosyoloji ve kültürel antropoloji alanında yapılan çalışmalar insanların çevrelerinde olup bitenleri algılamada ve değerlendirmede

---

<sup>51</sup> Robert J. Shiller, **İrrational Exuberance**, (Princeton:Princeton University Press,2000),71,95.

içinde yaşadıkları toplumun kültürel değerlerinden etkilendiklerini ortaya koymuştur. Shiller'e göre "bireylerin davranışlarını içinde yaşadıkları toplumun değer yargıları, sembolleri, düşünce kalıpları etkilemektedir. Shiller insanların gündelik yaşamlarını etkileyen modaların, esintilerin aynı zamanda hisse senedi fiyatlarını da etkilediğini öne sürmektedir<sup>52</sup>."

Borsa yatırımcıları günlerinin önemli bir kısmını yatırımlara ilişkin tartışmalarla, hisse senetleri ile ilgili haberleri okumakla veya diğer yatırımcıların başarı ya da başarısızlıklarına ilişkin söylentileri dinleyerek veya okuyarak geçirmektedir. Dolayısıyla yatırımcı davranışlarının sosyal olaylardan etkilenmemesi düşünülemez.

"Hong, Kubik ve Stein tarafından yapılan bir çalışmada, başka hane halkları ile sosyal ilişkisi güçlü olan hane halklarının asosyal hane halklarına göre hisse senedi piyasasına yatırım yapma eğilimlerinin daha güçlü olduğu ortaya konulmuştur. Donald MacGregor tarafından yapılan bir araştırmada, yatırımcıların bir şirketi sevip sevmemelerinin şirket hisse senetlerinin fiyatları üzerinde yaptıkları tahmini etkilediği görülmüştür. İnsanların birbirleriyle olan sosyal ilişkilerinin piyasaya etkisi göz önüne alındığında toplumun genel olarak moral gücünün yüksek olduğu dönemlerde borsalardaki getirinin artacağı, aksi durumda düşeceği hipotezi öne sürülebilir<sup>53</sup>."

Yatırımcıların birbirleriyle olan ilişkilerinin yatırım kararlarını etkilemesinin sürü psikolojisi ile hareket etmeleri ile de açıklanabileceği belirtilmektedir. Bazen hisse senetleri piyasasında gözlemlenen aşırı tepki ya da bunun tersi tepkisizlik durumları yatırımcıların toplumsal algılamalardan etkilenmeleri ile açıklanmaktadır.

Hisse senetleri piyasasında kar sağlamak amacıyla yatırım pozisyonlarına sahip olma duygusu yatırımcılarda bir topluluk duygusu yaratmaktadır. Yatırımcılar kayıptan ötürü endişe, kazançtan ötürü memnuniyet duyarken kendisi gibi düşünen ve hisseden yatırımcılarla bir araya gelerek farkında olmadan bir grup oluşturmaktadırlar. Bireysel hisler topluluk psikolojisi haline gelmektedir. Teknik analizle uğraşan uzmanlar bunu "ayı" ve "boğa" olarak niteledikleri iki tür sınıfa ayırmaktadırlar<sup>54</sup>. Ayı eğilimi piyasada kötümser havayı anlatmak için kullanılan bir kavramdır. Boğa eğilimi ise piyasada iyimser havayı anlatmak için kullanılan bir kavramdır.

**Sosyal Bulaşma** : "Sosyal etkileşim sonucunda bireylerin birbirlerinin hareketlerini aynen tekrarlamaları sosyal bulaşma olarak adlandırılır. Sosyal bulaşma grup

---

<sup>52</sup> Robert J. Shiller, "Human Behaviour and The Efficiency Of The Financial System" [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller\\_human\\_behavior.01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller_human_behavior.01.pdf) [10.03.2007].

<sup>53</sup> Bostancı, **age**.

<sup>54</sup> Didem Halabak, "Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler"(Yüksek Lisans Tezi, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), 150.

bireylerinin sözlü-yazılı iletişimi, ritüelleri, sembolleri ile kuvvetlenir<sup>55</sup>.” İnsanlar dikkatsiz olduklarından grupta ortaya çıkan fikirlere daha fazla önem vermektedirler. Grup bireyleri sosyal bilinçte gündeme gelmeyen gerçekleri, olayları çoğunlukla hatırlamazlar. “Ortak görüşler, değerler , ön kabuller, semboller, ritüeller vb grup kültürünü oluşturur. Ortak paydaların çokluğu bulaşmayı ortaya çıkarır. Shiller, finansal piyasalara ilişkin fikirlerin konuşma yoluyla bulaştığını göstermiştir<sup>56</sup>.”

Sosyal psikolog Solomon Asch, bireylerin aynı bilgiye benzer şekilde karşılık vermelerinin tek sebebinin kamuya açıklanan bilginin rasyonel yorumlanmasından kaynaklanmadığını ifade etmektedir. Bireylerin aynı tepkiyi göstermelerinde karşıt fikir beyan ettikleri takdirde oluşacak toplum baskısı ve otoritenin insan zihnindeki muazzam gücü de etkili olmaktadır<sup>57</sup>.

### **2.5.6. Psikolojik Faktörler**

İnsanların, (yatırım gibi) belirsizlik ve risk içeren durumlarda nasıl karar aldıklarına ilişkin geliştirilen geleneksel modellerde insanların bütün olası sonuçların risklerini ve getirilerini ağırlıklandırarak bir hesaplama yaptıkları ve bu hesaplamanın sonuçlarına göre ortaya çıkan en iyi risk/getiri tercihlerini seçtikleri öngörülmektedir.

Söz konusu geleneksel karar alma teorilerinin en zayıf tarafı insanların karar alırken duygularından etkilenmedikleri varsayımıdır. Buna karşın insanların, özellikle risk ve belirsizlik içeren durumlarda, duygularından fazlasıyla etkilendikleri yönünde bir çok kanıt bulunmuştur. Son zamanlarda yapılan çalışmalarda, hisse senedi fiyatları ile hava durumundan, biyoriitmden ve sosyal olaylardan etkilenen ruh halindeki dalgalanmalar arasındaki ilişkiler incelenmektedir.

“Kahneman ve Tversky yaptıkları çalışmalarda belirsizlik durumunda yargılamanın ve karar vermenin sistematik bir şekilde geleneksel ekonomik modellerdeki kuralları ihlal ettiğini ortaya koymuşlardır. İlk çalışmalarında insanların genellikle iktisadi ve olasılıkla ilgili konularda teorilerde öngörülenden farklı hareket ettiklerinden yola çıkarak, insanların belirsizlik altında karar verirken olasılık hesapları yapmak yerine

---

<sup>55</sup> Jale Sözer Oran, “Davranışçı Finans: Fidişi Kuleler Sarsılıyor”,**M.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi**,c.8,s.29(2008):39.

<sup>56</sup> **age**,40.

<sup>57</sup> Robert J. Shiller,**İrrational Exuberance**,2.b.(Princeton:Princeton University Press,2005),148.

sistematik bir şekilde bazı zihinsel kestirmeler (heuristics) kullandıklarını göstermişlerdir<sup>58</sup>.”

Psikolojinin, dikkat, algı, öğrenme, problem çözme, zeka, bellek vb. gibi çok çeşitli bilgi işlem süreçlerini inceleyen dalı olarak tanımlanan biliş psikolojisi insanların karar alırken optimizasyon çözümleri yaparak değil zihinsel kısayollar (heuristics) kullanarak karar aldıklarını öne sürmektedir.

“Hevristikler insan beyninin karmaşık problemleri çözmek için kullandığı zihinsel kestirme yollar olarak tanımlanabilir<sup>59</sup>.”

Finansal piyasalarda verilen yatırım kararları da benzer şekilde yatırımcıların bilişsel kısa yollar kullanmalarıyla alınmaktadır. Yatırımcılar bu bilişsel yanlılıkların (önyargılar) yanı sıra, kararlarını alırken duygularından fazlasıyla etkilenmektedirler.

Psikoloji alanında insan davranışına ilişkin yapılan araştırmalarda elde edilen ve davranışsal finans literatüründe yer alan bilişsel yanlılıklar, hevristikler ve duygular şu şekilde sıralanabilir:

**2.5.6.1. Aşırı Güven (Overconfidence):** “Aşırı güven insanların sahip olduğu bilgilerin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla güven duymaları ya da inançlarını o yönde pekiştirme eğiliminde olma durumudur.”<sup>60</sup> Aşırı güven yanlılığı nedeniyle insanlar başarılarını kabiliyetlerinin bir sonucu olarak görürken kayıplarını veya başarısızlıklarını dışsal faktörlere, örneğin kötü talihe, bağlamaktadırlar (self-attribution bias). Bu duruma **yükleme önyargısı** denilmektedir. Bunun sürekli yapılması insanların hatalarını görmezden gelmelerine, başarılarını da abartmalarına yol açmaktadır.

“Kişiler kendi topladıkları bilgiye daha fazla önem atfederler, insanlarda herkes tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğunu abartma eğilimi vardır. Bu nedenle, yatırımcılar herkes tarafından bilinen, kamuya açıklanan mali tablolar gibi, bilgileri önemsemezken, şirketler hakkında piyasada dolaşan “tüyolara” dikkat kesilirler. Doğruluğundan emin olmasalar bile insanlar ellerindeki enformasyonun işlem yapmak için yeterli olduğunu düşünmektedirler<sup>61</sup>.”

Aşırı güven problemi nedeniyle, insanların yeni bir enformasyonu kendilerine olan güveni muhafaza edecek şekilde süzdükleri ve saptırdıkları görülmüştür. Bu durum psikolojide “**muhafaza yanlılığı**” (doğrulamacı önyargı, cognitive conservatism bias)

<sup>58</sup> Daniel Kahneman, Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/030103.htm>. [01.03.2007].

<sup>59</sup> Bostancı, age.

<sup>60</sup> Osman Barak, **Davranışsal Finans: Teori ve Uygulama**, (Ankara: Gazi Yayınevi, 2008), 108.

<sup>61</sup> Bostancı, age.

olarak adlandırılmaktadır. İnsanlar kendi fikirleriyle çelişen kanıtlara şüphe ile yaklaşır, özgüvenlerini sarsacak bilgileri görmezden gelmeyi tercih etmektedirler. Aynı nedenlerle insanlar önceki kararlarını destekleyen bilgileri olduğundan fazla öne çıkarırken, aksi bilgileri süzme eğilimindedirler. Buna benzer şekilde insanlar kendi saygınlıklarını azaltan bilgiye daha az önem vermekte ya da reddetmektedirler. Bunun nedeni insanların hata yaptıklarını kabullenmeme eğilimidir<sup>62</sup>.

Aşırı güven finans piyasalarında görülen yüksek işlem hacmi için basit ve güçlü bir açıklama olarak görülmektedir. İnsanların kendi yeteneklerine, bilgilerine duydukları aşırı güven risk algılamalarını azaltırken daha fazla işlem yapmalarına neden olmaktadır. Yatırımcıların portföylerinde yeterli düzeyde çeşitlendirmeye gitmemeleri de aşırı güvenin göstergesi olarak ifade edilmektedir. Yapılan çalışmalarda erkeklerin kadınlara oranla daha fazla “aşırı güven problemi” yaşadıklarını, yaptıkları fazla işlemler nedeniyle de getirilerinin daha az olduğu gözlemlenmiştir<sup>63</sup>.

**2.5.6.2. Aşırı İyimserlik (Wishful Thinking/Optimism):** İnsanların geleceğe ilişkin beklentilerinin akıl dışı bir iyimserlikte olması şeklinde tanımlanmaktadır<sup>64</sup>. Bu eğilime göre insanların çoğu kendilerini, geçmiş kuşaklardan daha iyi şeylerin beklediğini düşünmektedir. İnsanlar kendilerini değerlendirirken daha hoşgörülüdür. İnsanların çoğu kendilerini ortalamanın üzerinde ve başkalarının kendilerini gördüğünden daha iyi görmektedir. Aşırı iyimserlerin kontrolü altında olmayan olayları da düşük tahmin etme eğiliminde olduğu ifade edilmektedir. “Tversky ve Kahneman’a göre optimistler aynı zamanda kontrol yanlısı eğiliminde olmakta ve geleceklerini kontrol altına alma derecesini abartmaktadır. Aşırı güven ve optimizm, insanların bilgilerini aşırı, riskleri ise düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol etme yeteneklerini abartmasına neden olmaktadır<sup>65</sup>.”

Aşırı iyimserlik, aşırı güvenle birlikte düşünüldüğünde hisse senetleri piyasalarında görülen fiyat köpükleri için bir açıklama olabileceği ifade edilmektedir.

**2.5.6.3. Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Aversion):** “Pişmanlık, diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımızda

---

<sup>62</sup> Barak, *age.*, 107.

<sup>63</sup> B.M.Barber, T.Odean, “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment”, [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/Odean\\_BoysWillBeBoys\\_01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/Odean_BoysWillBeBoys_01.pdf)[09.03.2007].

<sup>64</sup> Bostancı, *age.*

<sup>65</sup> Döm, *age.*, 80.

hissettiğimiz acı olarak tanımlanmaktadır<sup>66</sup>.” İnsanlar hata yaptıklarında, hataları ne kadar küçük olursa olsun, pişmanlık hissederler ve davranışlarını pişmanlık hissetmemek üzere programlarlar. Pişmanlıktan kaçınma, hisse senedi piyasasında yapılan işlemleri de etkilemektedir. Yatırımcıların zarar eden hisse senetlerini satmakta yavaş davranırken kara geçtiklerinde acele etmelerinin bu eğilimin sonucu olduğu ifade edilmektedir. Shefrin ve Statman bu etkiyi “**mizaç(yatkınlık)** etkisi” (disposition effect) olarak adlandırmaktadır.

“Fiyatlar aşağı inerken zarar etmekten duyacağı pişmanlığı yaşamak istemeyen yatırımcı bu zararı realize etmekten kaçınacaktır. Bu durum “**kayıptan kaçınma yanlılığı**” (loss aversion) olarak tanımlanmaktadır<sup>67</sup>.” Pişmanlık korkusunun yatırımcıların neden geleneksel yatırım araçlarını seçtiklerini ve neden kaybettikleri zaman hisse senetlerini uzun süre ellerinde tuttuklarını açıklayabileceği ifade edilmektedir. Fırsat olarak gördüğü bir yatırımı kaçırmak istemeyen yatırımcının riskleri daha hoşgörülü değerlendireceği ve başkalarına daha fazla güveneceği belirtilmektedir.

**2.5.6.4. Geri Görüş Önyargısı (Hindsight Bias):** “Geri görüş önyargısı, insanların önceden kendilerine anlatılmaksızın hatalı olarak, sonucu doğru tahmin ettiklerini söyleme eğilimidir. Bu durum “ben zaten biliyordum” etkisi olarak da tanımlanmaktadır<sup>68</sup>.” Geri görüş önyargısı yatırımcı pişmanlığının önemli bir unsuru olarak kabul edilmekte ve iki yönden zararlı bulunmaktadır. İlk olarak bu önyargı dünyanın olduğundan daha tahmin edilebilir olduğu yanılsamasını teşvik ederek aşırı güveni artırma eğilimindedir. İkinci olarak geri görüş önyargısı çoğu zaman yatırımcıların zihninde makul bir bahisten aptalca hatalara dönüşmekte ve finansal danışmanların acı bir şekilde öğrendiği ders olmaktadır. “Bir hisse senedinin değeri düştükten sonra, düşüşü kaçınılmaz olarak görülmektedir. O zaman da danışman bu senedin satılmasını neden daha önce önermedi sorusunu akla getirmektedir<sup>69</sup>.”

**2.5.6.5. Bulunabilirlik Kısayolu (Availability Heuristic):** “Kişinin bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlanabilme kolaylığına dayalı olarak değerlendirmesidir<sup>70</sup>.” İnsanlar bir olayın olma olasılığı hakkında fikir yürütürken

---

<sup>66</sup> Bostancı,age.

<sup>67</sup> Bostancı,age.

<sup>68</sup> Barak,age,111.

<sup>69</sup> Döm,age,80.

<sup>70</sup> Bostancı,age.

hafızadaki ilgili olaylara gönderme yaptıkları, hafızadan kolayca hatırlanan yeni, sıcak, çarpıcı, akıllarına çabucak gelen olayların olma ihtimalini daha fazla gördükleri belirtilmektedir. Yatırımcıların popüler senetlere yönelmeleri veya piyasada yaşanan bir çöküşten sonra yatırımcıların uzun süre borsaya uğramamaları bu şekilde açıklanmaktadır. Yatırımcıların istatistiki ve temel oranlar yerine güncel bilgiye dayalı fikirlere, senaryolara, problemlere, çarpıcı bilgiye , somut örneklere daha fazla itibar ettikleri ifade edilmektedir. Yatırımcılar çarpıcı bilginin doğru olup olmadığına bakmaksızın güvenmekte , mevcut inançları doğrultusundaki bilgilere odaklanmaktadır<sup>71</sup>.

**2.5.6.6. Temsiliyet (Temsililik) Kısayolu (Representative Heuristics):** “Temsil edilebilirlik yanlılığı; yatırımcıların yargıya varırken en son, en fazla göze çarpan ve olağan dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesi ve dağılım popülasyonunun istatistiki özelliklerini göz ardı etme eğilimidir<sup>72</sup>.”

İstatistikteki büyük sayılar kanununa (law of large numbers) göre bir örneklemin içinden çıktığı popülasyon hakkında bilgi verebilmesi için yeterince büyük olması gerekir.

Psikolojideki küçük sayılar kanununa (law of small numbers) göre insanlar örneklem büyüklüğünü dikkate almadan popülasyon hakkında kanaat sahibi olurlar. Tversky ve Kahneman’a göre bu durum insanların küçük gözlemlerden büyük sonuçlar çıkarmalarına neden olmaktadır.

“Örneğin bir yatırımcı X fonunun geçen iki yıl içinde ortalamanın üzerinde getiri elde ettiğini gözlemlemiş ve sırf bu gözlemine dayanarak fonun bir sonraki yıl da ortalamanın üstünde bir performans göstereceğine inanmışsa burada psikolojideki küçük sayılar kanunu işliyor demektir. Çünkü istatistiksel olarak bu çıkarımı yapabilmek için veri yetersizdir ve büyük sayılar kanununa göre bu sonuca ulaşamaz<sup>73</sup>.”

Shleifer , küçük sayılar kanunun ve temsiliyet hevristiğinin finansal piyasalarda görülen bir çok anomaliyi açıklayabileceğini söylemektedir. Örneğin, hisse senetleri fiyatlarının yeni bir bilgiye aşırı tepki vermesinin, küçük sayılar kuralından hareketle, haberin etkisini abartan yatırımcılardan kaynaklandığı ifade edilmektedir.

**2.5.6.7. Referans Kısayolu (Tahmin Çapası, Anchoring Heuristics):** Tversky ve Kahneman insanların bir tahmin yaparlarken kendilerince belirledikleri bir başlangıç

---

<sup>71</sup> Barak, age., 103.

<sup>72</sup> Barak, age., 100.

<sup>73</sup> Bostancı, age.

değerinden hareket ettiklerini, daha sonra düşüncelerini bu değere göre ayarladıklarını öne sürmektedirler<sup>74</sup>.

“Borsalar gibi spekülâtif piyasalardaki değerler aslında belirsizdir.[...] İnsanlar bu gibi durumlarda muhakeme yapacakları zaman bir referans noktasına ihtiyaç duyarlar ve değişimleri bu noktaya göre değerlendirirler. Hisse senedi işlemlerindeki kayıp ve kazançlar değerlendirilirken de aynı yöntem uygulanır. Referans noktasının üzerinde kalan noktalar kazanç olarak değerlendirilirken altında kalan noktalar kayıp olarak değerlendirilir.”<sup>75</sup>

**2.5.6.8. Belirsizlikten Kaçınma (Ambiguity Aversion):** “Ellsberg (1961) tarafından yapılan bir deneyde insanların müphem bir durumda nasıl hareket ettikleri incelenmiştir. Bu deney insanların genellikle belirsiz durumları sevmediklerini, sonuca ilişkin hiç tahmin yürütemedikleri durumlarda katılmamayı tercih ettiklerini göstermektedir<sup>76</sup>.”

Bu ön yargının belirsiz ve tahmin edilmesi güç olarak tanımlanan finansal piyasalardaki hisse senedi primi bilmececi (equity premium puzzle) için bir açıklama olabileceği belirtilmektedir. Yatırımcılar hisse senedi piyasasını belirsiz bulmaktadır, dolayısıyla katılmak için daha fazla prim istemektedirler.

Belirsizlikten kaçınma “**ev yanlılığı**” (**home bias**) denilen durum için de açıklayıcıdır. Yapılan araştırmalara göre yatırımcıların büyük bir kısmı uzun süredir gözlemledikleri hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Yatırımcıların, kendi ülkelerindeki borsaları yabancı borsalara göre; kendi bölgelerindeki şirketleri başka bölgelerdeki şirketlere göre daha tanıdık buldukları, tanıdık ve basit yatırım araçlarını (Türkiye’de döviz, altın) daha çekici gördüklerinden bunlara yatırım yaptıkları, böyle yaparak portföy teorilerinde öngörülenden daha az etkin portföyler oluşturdukları, hatta piyasalarda oluşan arbitraj imkanlarından bu nedenle faydalanmadıkları söylenmektedir<sup>77</sup>. Buna benzer şekilde “**aşına olma önyargısı**” (familiarity bias) nedeniyle insanlar tanıdık gelen şeyleri bilmediklerine tercih etmektedirler. “İnsanlar kazanma olasılığı eşit olan iki seçenek arasında daha çok tecrübeye sahip olduğu seçeneği seçmektedir. Bazen bireylerin, kazanma ihtimali düşük olan ve fazla risk taşıyan fakat daha fazla aşına oldukları seçeneği tercih ettiği

---

<sup>74</sup> A.Tversky, D. Kahneman, “Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, [www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf](http://www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf) [3.3.2007].

<sup>75</sup> Bostancı, **age**.

<sup>76</sup> Bostancı, **age**.

<sup>77</sup> Bostancı, **age**.



görülmüştür<sup>78</sup>.” İnsanların çalıştıkları şirketin hisselerini diğerlerine tercih etmesi buna örnek olarak gösterilmektedir.

**2.5.6.9. Bilişsel Çelişki (Cognitive Dissonance) :** “Bilişsel çelişki; kişinin inançları ya da bilgisinin birbiriyle ya da davranış eğilimleriyle uyuşmadığı durum olarak tanımlanmaktadır. Bilişsel çelişki, hatalı inançlardan kaynaklanan bir tür pişmanlık duygusu olarak da sınıflandırılmaktadır<sup>79</sup>.” Böyle bir bilişsel çelişki yaşandığında kişinin davranışında ya da bilişinde değişiklikler yaparak çelişkiyi hafifletmeye çalışacağı ifade edilmektedir. “Kişi yeni bilgiden kaçınmakta ya da kendi inanç ve varsayımlarını muhafaza etmek için çarpıtılmış argümanlar geliştirmektedir.”<sup>80</sup>

**2.5.6.10. Hedonik Düzeltme :** “Hedonik düzeltme; mevcut sonuçları önceki sonuçlarla birleştirme, her bir sonucu ayrı ayrı değerlendirme yerine toplamların değerlendirilmesidir. Hedonik düzeltmenin amacı değer maksimizasyonudur<sup>81</sup>.” Hedonik düzeltme, kazançların ayrımı, kazançların birleştirilmesi, küçük kazançların büyük kayıplardan ayrılması, küçük kayıpların büyük kazançlarla birleştirilmesi şeklinde dört ilkeyi kapsamaktadır. Thaler ve Johnson, yapmış oldukları deneylerde, önceki kazanç ve kayıpların risk alma davranışını nasıl etkilediğini araştırmışlardır<sup>82</sup>.

“Yatırımcıların tek aşamalı karar problemlerinde, kazançlarda riskten kaçınırken, kayıplarda riske açık olduğunu gözlemlemişlerdir. Bunun karşın karar problemi iki aşamaya çıktığında, hedonik düzeltme faktörü ortaya çıkmakta ve durum tamamen tersine dönmektedir. İki aşamalı karar durumunda, önceki kazançlar riske teşvik ederken önceki kayıplar ise riskten kaçınmaya yol açmaktadır.”

**2.5.6.11.Optimizasyon ve Özkontrol Problemleri:** Benartzi ve Thaler insanların çeşitlendirme yaparken basit yöntemlerle, genellikle 1/n formülüyle yatırım araçları arasında çeşitlendirme yaptıklarını bulmuşlardır<sup>83</sup>.

“Benartzi ve Thaler deneklerden

i) hisse senedi fonu ile bono fonu arasında

ii) hisse senedi fonu ile karma fon (%50 hisse senedi, %50 bono) arasında ve

iii) bono fonu ile karma fon arasında portföy çeşitlemesi yapmalarını istemişlerdir. Deney sonucunda her üç seçenek içinde en popüler tercihin 50:50 olduğu gözlemlenmiştir. Halbuki ilk seçenekte hisse senedinin oranı %54 iken, sonraki seçeneklerde hisse senedinin portföyler

---

<sup>78</sup> Barak, **age**, 113.

<sup>79</sup> Döm, **age**, 104.

<sup>80</sup> **age**, 104.

<sup>81</sup> Barak, **age**, 105.

<sup>82</sup> Barak, **age**, 120.

<sup>83</sup> Bostancı, **age**.

içindeki oranı sırasıyla %73 ve %35'dir. İnsanlar tercihlerini yaparken bu farka dikkat etmemişlerdir.”

Optimizasyon problemini çözen yatırımcının ortaya çıkan en iyi tercihi yapması beklenmektedir. Ancak kişi en iyi tercihi bilse bile, kendisini her zaman kontrol edemediği için, bunu tercih edemeyebilir. İnsanların yanlış olduğunu bile bile fazla yedikleri, içki-sigara kullandıkları ve zamanlarını boşa harcadıkları görülmektedir. Öz kontrol probleminin gündelik hayatta karşılaşılan bir çok sorunu açıklayabildiği, bazı yatırımcıların neden hâlâ riskli hisse senetlerine yatırım yaptıklarını anlaşılır kıldığı belirtilmiştir.

**2.5.6.12.Yanlış İlişkilendirme (Misattribution):** Yanlış ilişkilendirme birbirinden tamamen bağımsız iki değişken arasında ilişki kurmak olarak tanımlanmaktadır. Yapılan deneyler, insanların karar verirken çevrelerindeki olumlu ya da olumsuz havadan etkilendiklerini göstermektedir. Saunders tarafından yapılan çalışmada hava durumu ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiştir<sup>84</sup>.

“Çalışmanın hipotezi: “Kötü hava koşulları(kapalı, yağmurlu günlerde) ruh halini olumsuz etkileyeceğinden hisse senedi fiyatları düşecektir, bunun aksine hava durumu iyi iken (açık, güneşli günlerde) hisse senedi fiyatları artacaktır.” şeklindedir.

Saunders, yaptığı çalışmada New York üzerindeki bulutlanma seviyesi ile New York Borsası'ndaki hareketler arasında anlamlı ilişkiler bulmuştur. 1927-1989 yılları arasındaki hareketleri günlük olarak inceleyen Saunders, bulutlanma seviyesinin % 100 olduğu günlerde (yağışların % 85'i bu seviyede oluyor) borsanın getirisinin belirgin bir şekilde ortalamanın altında kaldığını, bulutlanma seviyesinin % 0-20 arasında olduğunda (güneşli günlerde) borsanın getirisinin belirgin bir şekilde ortalamanın üzerine çıktığını ortaya koymuştur.”

Yanlış ilişkilendirmenin, hisse senetleri fiyatlarının değerini aslında etkilememesi gereken haberlere yatırımcılar tarafından verilen tepkileri açıklayabileceği ifade edilmektedir.

Bahsedilen bilişsel yanlılıklar, hevristikler ve duygusal faktörler insanların faydalarını maksimize eden kararlar yerine kendilerini tatmin eden kararlar almalarına sebep olmaktadır.

Finansal piyasalarda rasyonellikten uzak davranışlar sergileyenlerin sadece bireysel yatırımcılar olmadığı ifade edilmektedir. Piyasa profesyonellerinin, fon ve şirket yöneticilerinin de rasyonellikten uzak davranışlar sergiledikleri belirtilmektedir. “Piyasa profesyonellerinin de, arkada kalmamak veya kötü görünmemek adına diğer

---

<sup>84</sup> Bostancı,age.

yöneticilerin seçtiği portföyleri seçtikleri, diğer yatırımcıların kararlarından etkilendikleri; kısaca onların da sürüyle birlikte hareket ettikleri gözlemlenmiştir.”<sup>85</sup>

Davranışsal finansa göre, insanların bilişsel yanlılıkları sistematik bir şekilde insanları optimum karar almaktan uzaklaştırmaktadır ve bu sistematik hatalar finansal modeller içinde yer alabilmektedir.

Psikolojik önyargılara (bilişsel yanlılıklar, hevristikler ve duygusal faktörler) maruz olan bireysel yatırımcıların finansal piyasalarda göstermiş olduğu üç temel davranış boyutu mental muhasebe (mental accounting), yatırımcı duyarlılığı (investor sentiment) ve sürü davranışıdır (herd behavior).

#### **2.5.6.13. Mental Muhasebe**

İşletmelerin parasal akışlarını takip etme amacıyla muhasebe sistemleri kullanmalarına benzer şekilde bireylerin de mental muhasebe sistemi kullandıkları ifade edilmektedir. “Mental muhasebe, finansal faaliyet ve olguların organizasyonu, değerlendirilmesi ve takibinde kişilerin uyguladığı bir dizi bilişsel operasyonlar olarak tanımlanır<sup>86</sup>.” Bireylerin her bir kararı, aksiyonu ya da sonucu ayrı bir mental hesapta yer almaktadır. “Her bir mental hesap belirgin bir karara ilişkin fayda ve maliyetleri içermektedir. Bir sonuç mental hesaba kaydedildikten sonra, o sonuca diğer bir açıdan bakmak güçleşmekte ve bu nedenle de bireylerin kararlarını beklenmedik bir şekilde etkileyebilmektedir<sup>87</sup>.” Bireylerin yargılarının portföyün sunum şekline bağlı olarak değiştiği ifade edilmektedir. Bu durum “dar çerçeveleme” eğilimi ile açıklanmaktadır. Bu eğilim sebebiyle tüm sonuç dağılımı açıkça görülmediğinde bireylerin portföyün bütününe yönelik karar alamadıkları, aynı karar probleminde ilişkin hatalı olarak ayrı ayrı mental hesaplar oluşturdukları tespit edilmiştir. Tüm portföy dağılımının ayrı ayrı ya da toplam olarak değerlendirilmesinin finansal kararları da etkileyeceği; risklerin tek başına değerlendirilmesinin ya da toplam olarak tüm portföy açısından ele alınmasının bireyleri yanıltarak hatalı kararlar almalarına sebep olabileceği belirtilmektedir. Mental muhasebenin diğer olumsuz etkileri arasında, dar çerçeveleme nedeniyle uzun vadeden ziyade kısa vadeli seçimlere yöneltmesi, kazanan ve kaybeden yatırımların ayrı mental hesaplarda değerlendirilmesinden dolayı yatkinlik etkisini

---

<sup>85</sup> Shleifer, *age*,12.

<sup>86</sup> Sözer Oran, *age*,39.

<sup>87</sup> Döm, *age*,111.

artırması ve riskin net olarak algılanmasını güçleştirdiği için düşük portföy çeşitlendirmesine neden olması gösterilmektedir<sup>88</sup>.

#### **2.5.6.14. Yatırımcı Duyarlılığı**

“Bayesgil rasyonaliteden ziyade hevristiklere dayalı inançlar yatırımcı duyarlılığı olarak tanımlanmaktadır. Etkin pazar kuramından ayrılmalara ilişkin yaygın açıklama; yatırımcıların daima yeni bilgiyle orantılı olarak reaksiyon göstermediğidir<sup>89</sup>.” Yatırımcıların bazı durumlarda kaybeden hisse senetlerini satarak ya da kazanan hisse senetlerini satın alarak aşırı reaksiyon gösterebildikleri gibi, bazı durumlarda da düşük reaksiyon gösterebildikleri ifade edilmektedir. Bu türden bir aşırı reaksiyon / düşük reaksiyon döngüsünün fiyatları olması gereken değerden ya da rasyonel piyasa değerinden uzaklaştırdığı belirtilmektedir. Sadece rasyonel yatırımcıların işlemlerin diğer yanında yer alarak fiyatların asıl seviyesine gelmesini sağlayacağı öngörülmektedir. Bu durum tercihlerin yön değiştirmesi ile açıklanmaktadır. Bu görüşe göre değeri hızla ya da devamlı yükselen hisse senetleri er geç düşecek, tam tersine düşen hisse senetleri ise bir noktadan sonra yükselişe geçecektir.

#### **2.5.6.15. Sürü Davranışı**

Finansal krizlerin yaşandığı hemen hemen çoğu piyasalarda sürü davranışı olumsuz ve istenmeyen bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. “Yatırımcılar ve fon yöneticileri yeterli bilgiye sahip olmadan riskli işlere girmekle ya da kendi özel bilgisini reddederek suni davranışı göstermekle suçlanmaktadır. Ayrıca piyasa katılımcılarının (oyuncularının) piyasaların dengesini bozdukları, oynaklığı ve finansal sistemin kırılabilirliğini artırdıkları öne sürülmektedir.”<sup>90</sup>

Sürü davranışını açıklamada iki temel yaklaşım söz konusudur;

Rasyonel sürü davranışı (rational herding) ve irrasyonel sürü davranışı (irrational herding).

#### **Rasyonel Sürü Davranışı**

“Finans literatüründe “sürü davranışı” bir grup yatırımcının aynı varlığa ilişkin, aynı zamanda ve aynı yönde işlem yapması olarak tanımlanmaktadır. Sezgisel olarak eğer

---

<sup>88</sup> Döm,age,115.

<sup>89</sup> Döm,age,119

<sup>90</sup> Döm,age,134.

bir yatırımcı; diğer yatırımcıların kararlarını bilmeksizin yatırım yapacak olursa, fakat diğerlerinin öyle yapmamaya karar verdiğini öğrendiği zaman o yatırımı gerçekleştirmezse sürü davranışı gösterdiği söylenebilmektedir. Ya da tam aksine bir yatırımcıyı, diğerlerinin yatırım yaptığı bilgisi onun kararını yatırım yapma yönünde değiştiriyorsa sürüye katılmış olur<sup>91</sup>.”

Birbirine yaklaşan davranışların diğer bir nedeni ise, insanların benzer karar problemleriyle karşı karşıya olmasıdır. Benzer bilgiye sahip olup, benzer hareket alternatifleri ve sonuçlarla karşı karşıya olan bireylerin benzer seçimler yapacağı ifade edilmektedir. Bu nedenle diğer yatırımcıların davranışını kopyalama isteği şeklinde tanımlanan sürü davranışı ile temel veriler yönelimli sürü davranışının iki farklı olgu olduğu ifade edilmektedir. Yatırımcının kararını etkileyen çok sayıda faktör olduğundan dolayı sürü davranışı ile temel veriler yönelimli sürü davranışını kesin olarak ayırabilmek mümkün olmamaktadır.

“Örneğin faiz oranlarının aniden artması ile hisse senetlerinin çekiciliğini yitirmesi gibi durumlarda temel veriler yönelimli sürü davranışı (fundamentals-driven herding) ortaya çıkar. Değişen koşullar altında yatırımcılar portföylerinde daha az oranda hisse senetlerine yer vermek isteyecektir. Yukarıdaki tanımlamaya göre bu durum sürü davranışı değildir. Çünkü, yatırımcılar burada diğerlerinin davranışlarını gözlemleyerek kararlarını değiştirmemektedir. Onun yerine faizlerin artması gibi herkesçe bilinen bir bilgiye reaksiyon göstermişlerdir<sup>92</sup>.”

Bu durumun bir benzeri de literatürde “bilgi yağmuru” (informational cascades) olarak ifade edilmektedir. “Kendi bulgu ve görüşünün yerine etrafındaki bilgi yığılmasını kullanarak karar verme olarak tanımlanmaktadır<sup>93</sup>.”

### **İrrasyonel Sürü Davranışı**

Yatırımcıların finansal piyasalardaki irrasyonel davranışları konformist (bireylerin uyum gösterme şeklinde içsel tercihinine yönelik) davranışlar, taklit etme, sosyal baskı ve moda ile açıklanmaya çalışılmıştır.

İnsanların birbirini taklit ederek benzer şekilde davranmasını sosyal psikolog Asch sosyal baskı ya da grup baskısı ile açıklamaktadır. Sosyal baskı bireyin yatırım kararlarını, dolayısıyla yatırım davranışlarını da etkilemektedir. Bireyler birbirlerinin fikrini öğrendikçe toplumda ortak bir görüş oluştuğu ve yatırımcıların bu doğrultuda hareket etmesiyle sürü davranışının geliştiği görülmektedir. Sürü ile hareket etmedeki temel sorunun psikolojik önyargıları artırması olduğu belirtilmektedir. Sürü davranışı bireyin kararlarını dikkatli ve özenli formal analizler yerine, sürü hissine

---

<sup>91</sup> Döm, age,135.

<sup>92</sup> age,137.

<sup>93</sup> Sözer Oran,age,40.

kapılarak vermesine neden olarak gösterilmektedir<sup>94</sup>.

“Yatırım yapmanın sosyalizasyonu, yatırımcıların karar verirken hızlı hareket etmek zorunda olduğu düşüncesi ortamını yaratmıştır. “Finansal ve ekonomik bültenleri izleyenler zamanlama ve hızlı olmanın gerekliliği vurgulaması altındadır. Sürü ile hareket etmek için haber duyurularının ardından anlık kararlar verme yatırım olmayıp, işlem yapmaktır. İşlem yapma da tıpkı bahis gibi duygusal reaksiyonları artırmakta ve psikolojik önyargıları harekete geçirmektedir. Duygulara dayalı yatırım yapıldığında da genellikle düşük getirilerle sonuçlanmaktadır.”

---

<sup>94</sup> Döm. age, 148.

**Tablo 1: Psikolojik Önyarguların Etkileri**

<b>Psikolojik Önyargular</b>	<b>Yatırım Davranışı Üzerine Etkisi</b>	<b>Sonuç</b>
Aşırı Güven (Overconfidence)	Çok fazla işlem yapma	Çok fazla komisyon ve vergi ödemesi
Aşırı Güven (Overconfidence)	Çok fazla işlem yapma ve çeşitlenmeyi başaramama	Daha büyük kayıplara maruz kalma
Bağlanma (Attachement)	Bir menkul kıymete duygusal olarak bağlanma ve ona pembe gözlüklerle bakma	Daha büyük kayıplara maruz kalma
Mülkiyet (Endowment)	Alınan menkul kıymetleri koruma isteği	Yatırım amaçları ile yapılan yatırımların uyumunu başaramama
Statüko (Statu Quo)	Mevcut yatırımları ( portföyü) koruma isteği	Yatırım amaçları ile uyumlu portföy düzeltmesini yapamama
Gururlanma İsteği (Seeking Pride)	Kazananları çabuk elden çıkarma	Düşük getiri
Pişmanlıktan Kaçınma (Avoiding Regret)	Kaybedenleri çok uzun süre elde tutma	Düşük getiri
Kolay Para (House Money)	Kazandıktan sonra çok fazla risk alma	Daha büyük kayıplara maruz kalma
Yılan Sokması ( Snake Bit )	Kaybettikten sonra çok az risk alma	Uzun vadede daha fazla getiri elde etme şansını kaybetme
Telafi Etme (Get Even)	Başlangıç değerine ulaşmak için aşırı risk alma	Daha büyük kayıplara maruz kalma
Sosyal Onaylama	Diğerleri de menkul kıymete yatırım yapıyorsa iyi olduğu hissi ve düşüncesi	Nihayetinde yüksekte satma ve düşük fiyattan satmaya neden olan fiyat köpüklerine katılma
Mental Muhasebe (Mental Accounting)	Çeşitlenmeyi Başaramama	Alınan risk düzeyine göre potansiyel yüksek getiriyi elde edememe
Bilişsel Uyuşmazlık (Cognitive Dissonance)	Önceki inanç ve kararlarla çelişen bilgiyi reddetme	Yatırım seçimlerini izleme ve değerlendirme becerisini azaltır
Temsililik (Representativeness)	Benzer görünen şeylerin aynı (özdeş) olduğu düşüncesi (iyi şirketin, iyi bir yatırım olacağı düşüncesi)	Aşırı fiyatlanmış hisseleri satın alma
Aşına olma (Familiarity)	Yatırımcı tarafından bilinen şirketlerin daha iyi ve güvenli olduğu düşüncesi	Çeşitlenmeyi yapamama ve bireylerin çalıştıkları şirketlere aşırı güven duyması

Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi** ,( İstanbul:Değişim Yayınları,2003),243.

### 3. PİYASA MEKANİZMASI VE YATIRIMCI DAVRANIŞI

#### 3.1. Piyasaların Etkinliği Problemi ve Yatırımcı Davranışı Arasındaki İlişki

Etkin piyasalar hipotezine (EPH) göre mevcut bütün bilgiyi yansıtan piyasada oluşan fiyatlar “doğru fiyatlardır” ve etkin bir piyasada fiyatlar rassal oluşmaktadır (random walk theory) dolayısıyla bir kişinin mevcut bilgiyi kullanarak rassal oluşan bu fiyatlardan piyasayı yenmesi, yani, tutarlı ve sürekli bir şekilde kazanç sağlaması mümkün değildir<sup>95</sup>.

“Geleneksel finans literatüründe etkin piyasalar hipotezine uymayan piyasa hareketleri “anomalı” olarak adlandırılmaktadır. Anomalı kelimesi baskın olan inanç sisteminden hoş görülebilir (sistemi tamamen çökertecek değil) sapmalar anlamında kullanılmaktadır<sup>96</sup>.”

#### Piyasaların Etkin Olmadığını Gösteren Kanıtlar

**a) Yüksek İşlem Hacmi:** Piyasaların etkin piyasalar hipotezinde varsayıldığı üzere rasyonel yatırımcılardan oluşması halinde beklentileri homojen olan yatırımcıların, piyasalarda (likidite ihtiyaçları dışında) çok fazla alım satım işlemi yapmayacağı öngörülmektedir. Kamuya açıklanmamış bir bilgiye dayanarak agresif bir şekilde işlem yapmak rasyonel yatırımcıdan beklenen bir davranış değilken bunun piyasalarda çok sıklıkla görüldüğü hatta yaşanan büyük iniş ve çıkışların bazen herhangi bir habere dayanmadan yaşandığı ifade edilmektedir.

Piyasalar hipotezde öngörüldüğü gibi mevcut bilgiyi anında fiyatlara yansıtmamakta bazen yeni bir haberi görmezden gelirken bazen de benzer bir bilgiye aşırı tepki vermektedir<sup>97</sup>.

“Örneğin, 3 Mayıs 1998 tarihli New York Times gazetesinin ön sayfasında EntreMed adlı bir biyoteknoloji firmasının geliştirdiği bir ilacın lisans hakkını almasına ilişkin haberin yayınlanması ile birlikte EntreMed hisse senetlerinin fiyatında olağanüstü bir artış görülmüştür. Burada şaşırtıcı olan yeni bir haberin olmamasıdır, aynı bilgi daha önce saygın bilimsel yayınlarda, ama daha mütevâzı bir şekilde verilmişti. Etkin piyasalar hipotezine göre fiyatların mevcut bütün bilgiyi yansıtmaması gerekirdi.”

---

<sup>95</sup>Barberis, Thaler, age.

<sup>96</sup>Bostancı, age.

<sup>97</sup>Bostancı. age.



**b) Hisse Senedi Primi Bilmecesi:** Geleneksel finans modellerinde insanların hisse senedi piyasasına yatırım yapmak için risksiz getiri oranının (genellikle hazine bonosunun getiri oranı) üzerinde bir prim talep edecekleri varsayılmaktadır.

“Mehra ve Prescott tarafından yapılan araştırmaya göre ABD hisse senetleri piyasasının 1926-1992 yılları arasındaki getirisi aynı dönemdeki kısa dönem hazine bonusu getirisinden aylık ortalama %6,2 oranında daha fazladır. Bu durumda neden insanlar bütün tasarruflarını hisse senetlerine yatırmazlar? Bu soruya verilecek klasik cevap hisse senetleri piyasasının daha riskli olduğudur. Kısa dönemdeki dalgalanmalara bakıldığında hisse senetleri piyasasının daha riskli olduğu düşünülebilir. Ancak bir çok kişinin, getirisinin yüksek olacağına inandığında, uzun dönemli yatırımlara dönüşecek tasarrufu vardır<sup>98</sup>.”

Yatırımcıların hisse senetlerini ellerinde tutmaktan kaçınmalarını anlatan bu duruma hisse senedi primi bilmecesi denilmektedir<sup>99</sup>.”

**c) Volatilité:** Borsalarda görülen yüksek işlem hacmi gibi, fiyatlarda görülen dalgalanmalar da etkin piyasalar perspektifinden bakıldığında anlamsız görülmektedir<sup>100</sup>.

**d) Tahmin Edilebilirlik:** Etkin piyasalar hipotezinde öngörülenin aksine, hisse senetlerinin getirilerinin tahmin edilebilir olduğu ifade edilmektedir.

“Fama ve French New York Borsası’nda işlem gören hisse senetleri üzerinde 1941-1986 dönemi için yaptıkları incelemelerde hisse senetleri fiyatlarının tahmin edilebilirliklerini göstermişlerdir. Borsalardaki getiriler üzerinde tarihi verilere bakılarak yapılan araştırmalarda, borsalardaki fiyatların günün belli bir saatinde, haftanın belli bir gününde, yılın belli bir ayında veya herhangi başka bir zaman diliminde sistematik olarak saptığı gözlemlenmiştir<sup>101</sup>.”

Gelişmekte olan piyasalara göre daha etkin olduğu düşünülen, dünyanın en gelişmiş, en likit sermaye piyasalarına sahip ABD’den getirilen, çok sayıdaki bu kanıtlar piyasaların etkin olmadığını göstermektedir.

Davranışçı finansın yapmaya çalıştığı; piyasalardaki olayları gözlemledikten sonra bu olayların sistematik nedenlerini ortaya çıkarmak, sonra bu nedenleri göz önüne alarak piyasada olanları daha iyi açıklayacak modeller ortaya koymaktır.

Geleneksel finans teorisinin temel taşlarından biri olan etkin piyasalar kuramında ihtiyaç duyulan bilgiye ulaşmanın kolay olduğu, her yatırımcının maliyetsiz şekilde bilgiye sahip olduğu varsayımı ile hareket edilmektedir. Oysa gerçekte bilgi maliyetlidir bu nedenle herkesin bilgiye aynı oranda sahip olmadığı bilinen bir gerçektir. Bilgi farklılaşması da denilen bilgi asimetrisinden kaynaklanan, finansal

<sup>98</sup> Bostancı,age.

<sup>99</sup>S.Benartzi,R.H.Thaler, “Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle”,  
www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/myopic.pdf.[14.04.2007].

<sup>100</sup> Shiller,age.

<sup>101</sup> Bostancı,age.

piyasaları etkinlikten uzaklaştıran ve yatırımcıların kararlarını etkileyen başka unsurlar ortaya çıkmaktadır. Bu unsurlar literatürde; içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading), manipülasyon, spekülasyon ve temsilcilik sorunu (agency problem) olarak tanımlanmaktadır.

### 3.1.1. Asimetrik Bilgi

George Akerlof tarafından geliştirilmiş bir teoridir. Bu çalışmasından dolayı kendisine 2001 yılında Nobel Ekonomi Ödülü verilmiştir. Teori literatürde **Limon Piyasaları** (Market for Lemons) olarak da bilinmektedir.

Bilgi farklılaşması olarak tanımlayabileceğimiz asimetrik bilgi, birinin bildiğini diğerinin bilmemesi ya da onun kadar bilmemesi; bilginin farklı zamanlarda, farklı şekillerde, farklı taraflarda bulunması olarak açıklanabilir<sup>102</sup>.

Akerlof bu teoriyi kötü mallar piyasası da diyebileceğimiz limon piyasalarına ikinci el araba piyasasından bir örnekle açıklamaya çalışmıştır.

Kullanılmış araba pazarında satıcı arabanın kalitesi hakkında muhtemel alıcılardan daha çok şey bilmektedir. Eğer iyi arabalar ile kötü arabalar aynı fiyattan satılıyorsa araba sahipleri iyi olanlardan ziyade kötü olanları satışa sunacaklardır. Bu durum da muhtemel alıcıların pazardaki arabaların kötü olduğunu düşünmelerine yol açmaktadır. Bu düşünce ile ödemeye razı oldukları fiyatı düşürmektedirler ve bu düşüş piyasadaki iyi arabaları uzaklaştırmaktadır. Alıcılar pazarda mevcut olan arabaların niteliklerini tam olarak bilemedikleri için iki araba arasında seçim yapmak gerektiğinde ucuz olanı seçip yanlış karar alabilmektedirler. Bilgi eksikliğinden kaynaklanan bu duruma **ters seçim** (adverse selection) denilmektedir. Piyasada ucuz olan mallar tercih edildiği sürece pahalı olan iyi mallar piyasadan kaçmaktadır. Akerlof'a göre piyasa sürekli böyle çalışırsa piyasada hiç iyi mal kalmayacaktır ve bir süre sonra bunu fark eden alıcılar pazara gitmekten vazgeçeceklerdir. Akerlof **ahlaki çöküş** (moral hazard) olarak tanımladığı alıcılar ile satıcılar arasındaki bu tarz bir etkileşim sonucu oluşan kısır döngünün piyasanın sonunu getireceğini ileri sürmüştür.<sup>103</sup> Akerlof, asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan limon probleminin finansal piyasalar için de geçerli olabileceğini ileri sürmüştür.

---

<sup>102</sup> George Akerlof, "Market for Lemons", [http://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Market\\_for\\_Lemons](http://en.wikipedia.org/wiki/The_Market_for_Lemons), [15.03.2007].

<sup>103</sup> George Akerlof ve Diğ., **Explorations In Pragmatic Economics**, (Oxford: Oxford University Press, 2005), 4.

Finansal piyasalarda bilginin yetersiz ve maliyetli olmasının yanı sıra ekonomik birimler arasında eşitsiz dağılımının da piyasa etkinliğini belirleyen önemli bir faktör olduğu belirtilmektedir. Fon arz ve talep eden ekonomik birimler arasında bir tarafın ötekinden daha değişik bir bilgiye sahip olmasının piyasadaki işleyişi tamamen kendi lehine yönlendirebilmesine olanak sağlayacağı ifade edilmektedir. Bilginin ekonomik birimler arasındaki asimetrik dağılımı gerek ters seçim gerekse ahlaki tehlike sorunlarına yol açarak finansal piyasalardaki işleyişi bozmakta ve yatırımcıları belirsizlik ve güvensizliğin hakim olduğu bir piyasa ile karşı karşıya bırakmaktadır<sup>104</sup>.

Yatırımcıların satın alma ve satma kararlarında yararlandıkları en temel şey bilgidir. Bilgi konusundaki şiddetli rekabet yatırımcıların onları diğerlerine göre avantajlı kılabilecek bilgilere sürekli ve tutarlı olarak ulaşma imkanı vermemektedir. “Elde edilen bilgi doğrultusunda, menkul kıymet fiyatları yukarı ya da aşağı hareket ederek, yeni bilgiyi fiyata yansıtır. Bu olgu da yeni bilgiye fiyatların uyum sağladığını gösterir<sup>105</sup>.”

Bilgi yatırımcılara yatırım ile ilgili olumlu ya da olumsuz karar vermelerinde yardımcı olmaktadır. Bilginin eksik ya da yanlış ulaşmasının yatırımcıları telafisi mümkün olmayan zararlara sokabileceği ifade edilmektedir.

Hisse senedi yatırımlarında, yatırımcıların karar alma aşamasında işletme ile ilgili gerçek bilgileri elde etmekte sorun yaşamaları söz konusudur. İşletme yöneticilerinin çeşitli nedenlerle bilgiyi dışarı vermekten kaçındıkları ya da eksik bilgi verdikleri görülmektedir. Bu durum piyasada asimetri sorununu ortaya çıkarmaktadır. Burada asimetri, işletmeyi yönetenlerle yatırımcıların eşit bilgiye sahip olmamaları durumu olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin, bilgiyi açıklamanın kendisine getireceği maliyetten kaçınarak bilgi açıklamak istemediği belirtilmektedir. “Oluşan asimetrik bilgi, belli dönemlerde işletme çalışanları tarafından dışarı sızdırılır. Sızdırılan bilgi içeriden öğrenenlerin ticaretini doğurur<sup>106</sup>.”

---

<sup>104</sup> Özcan Karahan, “Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişimin Finansal Piyasa Üzerine Etkileri”, **2.Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi El Kitabı, 17-18 Mayıs 2003** (İzmit: Kocaeli Üniversitesi, 2003 ):3.

<sup>105</sup> Barak, **age**, 15.

<sup>106</sup> **age**, 13.

### 3.1.2. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Bilgi ve bilgi sistemleri ile işleyiş etkinliği kazanan menkul kıymet piyasalarında, yatırımcıları eşit koşullar ve eş zamanda aydınlatma, yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin temel ilkesidir. Piyasaya gelen tüm yeni bilgiler, piyasa katılımcıları tarafından en kısa süre içerisinde öğrenilerek değerlendirilmekte ve yatırım kararlarını belirlemektedir.

Bilginin açıklanma koşulları ve içeriklerinin piyasaların işleyişi üzerindeki etkileri, içeriden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinin yasaklanmasını zorunlu kılmaktadır.

#### 3.1.2.1. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Unsurları

##### a) Bilgi ve İçerideki Bilgi

Yaşamın dinamik akışı içerisinde üretilen ve sahip olunan en temel varlık bilgisidir. “Bilgi, öğrenildiğinde insanların yaklaşımlarını değiştirmelerine ve karar süreçlerini gözden geçirmelerine sebep olur. Genellikle herkesin aynı derecede ve eş zamanda bilgilenmesini sağlamak mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla, bazı kişiler, buldukları konum ve statüleri itibarıyla bilgiye diğerlerinden daha önce ulaşabilmektedirler<sup>107</sup>.”

Menkul kıymet piyasalarında da, yatırım kararı aşamasında piyasadaki bilgilere diğerlerinden önce ulaşan kişi veya kuruluşlar pozisyon alma ve menfaat sağlama önceliğini elde edebilmektedir. Şirketlerin faaliyetleri ve finansal yapılarına ilişkin ortaya çıkan yeni gelişmelerin, ilgili şirkete ait hisse senedi fiyatlarını değiştirecek niteliğe sahip olduğu ifade edilmektedir.

“Şirket iç ve dış gelişmelerine ilişkin özel bilgilerin kamuya resmen açıklanma öncesindeki şekli, “içerideki bilgi” olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, bir veya birkaç menkul kıymet ihraççısı veya menkul kıymet ile ilgili içerideki bilgi henüz kamuya açıklanmamış bilgi olarak değerlendirilir<sup>108</sup>.” Bu bilgi, açıklanması halinde menkul kıymetin fiyatını önemli ölçüde etkileme gücüne sahiptir. Söz konusu bilginin menkul kıymet işlemlerinde kullanımı, yatırımcıların kararlarını etkilemekte, menkul kıymetlerin piyasa fiyatını belirgin bir şekilde değiştirmektedir.

<sup>107</sup> Meral Tezcan Varışlı, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, (İstanbul:İMKB,1996),11.

<sup>108</sup> age,11.

İçerideki bilginin genel nitelikleri şu şekilde sıralanabilir,<sup>109</sup>

- Bilgi kamuya açıklanmamıştır.
- Belirli bir niteliğe sahiptir. Yani kesin ve kaynağı güvenilir bir bilgidir.  
Buna göre, söylentiye dayalı bilgiler içerideki bilgi olarak kabul edilmemektedir.
- Bilgi, bir veya daha fazla menkul kıymet ihraççısına ya da bir veya daha fazla menkul kıymete ilişkindir.
- İçerideki bilgi, menkul kıymetin fiyatı üzerinde kesin bir etkiye (material fact) sahiptir.”

### **b)İçerideki Bilgi Kaynakları**

“Menkul kıymet piyasalarına ilişkin bilgi kaynakları temelde iki grupta toplanmaktadır. Birinci gruptakiler; arz ve talep, ekonomik gelişim, sektör, rekabet, piyasa payı, firmanın piyasa değerini etkileyebilecek piyasa koşulları ve dış faktörlere bağlı sistematik bilgi kapsamındadır. Menkul kıymetin piyasa işleyiş sürecinde piyasa değerini etkileyebilecek piyasa endeksi, işlem hacmi, piyasa açılış-kapanış fiyatları, emirler, blok satışlar, işlem adedi vb. piyasa performans bilgileri de bu gruba dahildir. Büyüme oranı, faiz oranları, ihracat rakamları gibi makro ekonomik göstergelere ilişkin sistematik bilgilerin yanı sıra, şirketlerin durum ve gelişmelerine ilişkin bilgiler ise sistematik olmayan ikinci grup bilgileri oluşturmaktadır<sup>110</sup>.”

Kamuya açıklanmayan herhangi bir bilginin, içerideki bilgi tanımına girebilmesi için açıklanması ve dağılımı sonucunda menkul kıymetin fiyatında mutlak bir değişime yol açması gerekmektedir. Hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkileyebilecek; temettü ödeme kararları, sermaye yapısına ilişkin değişimler, firma birleşme ve devirleri, fiyat/kazanç durumu, teknolojik gelişmeler, yeni ürünler, yeni ihraç kararları ile bilanço durumu ve işletme ile ilgili diğer yeni gelişmeler içeriden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleştirilmesinde kullanılan bilgi kaynakları olarak sıralanmaktadır.

### **3.1.2.2. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Tanımı**

“İçeriden öğrenenlerin ticareti, dar anlamda içerideki bilginin kullanılmak suretiyle menfaat sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılması olarak tanımlanabilir. İçeriden öğrenenlerin ticareti, geniş anlamda firmanın ticari faaliyetleri, mali yapısına ilişkin gizli bilgilerin şirkete ait hisse senedinin gelecekteki piyasa değerini değiştirme amacıyla kullanımı ile menkul kıymet işlemi yapılması sonucunda bir kazanç

---

<sup>109</sup> Varışlı, age., 12.

<sup>110</sup> age., 13.

sağlama veya muhtemel bir zarardan kaçınılması olarak belirtilebilir<sup>111</sup>.”

### 3.1.2.3.İçeridekiler ve Dışarıdakiler

Meslekleri, görevleri veya pozisyonları nedeniyle bir şirketin menkul kıymetleri ile yakından ilgili ve henüz kamuya açıklanmamış kıymetli bilgilere erişebilen ve kendi çıkarları doğrultusunda kullanma potansiyeline sahip olanlar “içeridekiler” olarak belirtilmektedir. İçerideki kişi olmayı belirleyici kriter, şirketle olan bağlantı ve bilgi kaynağına erişim yakınlığına bağlı olarak bu kişileri “birinci dereceden” ve “ikinci dereceden” şeklinde ayrılmaktadır.

“Ülkelerin konuya ilişkin düzenlemelerinde içeridekiler, “birinci dereceden içeridekiler” ve “ikinci dereceden içeridekiler ” olarak genelde iki grupta ele alınmaktadır. Birinci dereceden içeridekiler, şirketle doğrudan bir ilişki içinde olup; meslek ve görevlerinin gereklerini yerine getirirken şirketin faaliyetleri ile gizli bilgileri öğrenme imkanına sahip kişilerdir. Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile, genel müdür, yöneticiler, ve ayrıca tüzel kişiliklerin temsilcileri birinci dereceden içeridekiler olarak kabul edilmektedir<sup>112</sup>.

Yatırım bankaları personeli, hukuk ve mali danışmanlık şirketlerinin çalışanları, aracılar, komisyoncular v.s, gibi, içerideki bilgiyi birinci derecedeki içeridekiler vasıtasıyla öğrenenler ikinci dereceden içeridekiler olarak kabul edilmektedir. Bazı ülke düzenlemelerinde, yöneticilerin aileleri akraba ve hısımları da ikinci dereceden içeridekiler grubuna dahil edilmektedir.”

“Şirket hisse senetlerine ilişkin nitelikli bilgilere doğrudan ulaşamayan, ancak içeridekiler aracılığıyla söz konusu bilgiyi öğrenmek suretiyle menkul kıymet işlemi yapabilme potansiyeline sahip olanlar “dışarıdaki içeridekiler” veya “ikinci dereceden içeridekiler” olarak tanımlanmaktadır<sup>113</sup>.”

### 3.1.2.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve İçerideki Bilgi Edinimi

Menkul kıymet piyasalarının etkin işleyişinde, bilgilerin piyasaya hızlı dağılımı esastır. Yapılan düzenlemeler çerçevesinde halka açık ve/veya menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketler, faaliyet ve gelişimlerine ilişkin yeni bilgileri belirli format ve süreler içerisinde yatırımcılara açıklamakla yükümlüdürler.

Menkul kıymet piyasalarında piyasayı etkileyecek bilgilerin açıklanmasının kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde belirlenen kural ve esaslara göre yapılmakta olduğu ve bilgilerin zamanında, doğru, tam ve ayrıntılı olarak yayınlanmasının yatırımcıların

---

<sup>111</sup> Varışlı,age,14.

<sup>112</sup> age,14.

<sup>113</sup> age,15.

hak ve menfaatlerinin korunması açısından önem arz ettiği ifade edilmektedir. Yatırımcıları bilgilendirme esas ve kuralları, piyasalarda bilgi akışının hızlı ve güvenilir olmasını sağlarken bilginin eşit koşullar ve eş zaman içerisinde etkin dağılımının yatırımcılar arasında fırsat eşitliği yaratacağı belirtilmektedir. Bunun ise piyasanın belirlenen kurallara uygun çalışması halinde mümkün olabileceği görülmektedir.

Yatırımcıların bilgi edinimi için bedel ödemekteki isteksizlikleri göz önüne alındığında, içeridekiler, değerli bilgiyi herhangi bir bedel ödemediği alan ve bundan yarar sağlayan kesimi (free rider) temsil etmektedirler<sup>114</sup>.

1992 yılında yürürlüğe giren yeni Menkul Kıymetler Kanunu ile içeridekilerin kapsamı genişletilmiştir. Şirkete ilişkin gelişmelerden haberdar olma potansiyelindeki tüm birey ve kurumlar, içeridekiler tanımlamasına alınmıştır.

Zorunlu bilgi aktarımı ile yatırımcılara işletmeler arasında karşılaştırma yapma ve değerlendirme imkanı tanınmakta, açıklanan bilgilerin standart bir formatta sunulması ile yatırımcılara bilgilendirme ve aydınlanma eşitliği içerisinde daha rasyonel yatırım kararı verebilme şansı verilmektedir. Menkul kıymet piyasalarında kamuyu aydınlatma sisteminden amaçlanan, yatırımcıların etkin bir şekilde korunmasıdır. Ancak, uygulamada bilginin ortaya çıkışı ile kamuya açıklanması arasındaki zaman aralığından kaynaklanan güçlüklerle karşılaşmaktadır. Kamuyu tam aydınlatma zorunluluğu ile yatırımcıların tam korunması yönünde zaman aralığının sıfıra indirilmesine ve bu sayede arada geçen süre zarfında içeridekilerin gizli bilgileri kendi menfaatleri doğrultusunda kullanarak haksız kazanç elde etmelerinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

“İçeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklayıcı düzenlemeler, bilgi sahibinin bilgiyi bir başkasına aktarmasını da engellemektedir. Burada, içeridekilerin bağlı olduğu şirkete sadakat içerisinde çalışma sorumluluğundan kaynaklanan “sır saklama” ve “emniyet ve güveni suistimal etmeme” yükümlülüğü öne çıkmaktadır. Kamuyu aydınlatma koşulları; aldatma, gerçek dışı bilgi verme, hileli veya yanıltıcı davranışlarda bulunma gibi faaliyetleri de önleyerek içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonlarında caydırıcı ve yatırımcıları koruyucu bir işlevi de hedef alır<sup>115</sup>.”

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesine yönelik olarak kamuyu aydınlatma kurallarının uygulanması, menkul kıymetlerin piyasa değerini etkileyen bilgilerin zamanında açıklanmaması halinde piyasalara duyulan güven zayıflayacağından dolayı önem taşımaktadır. “Bilgilere önceden erişebilme fırsatını elde edenler

<sup>114</sup> Varışlı, age, 16.

<sup>115</sup> age, 18.

piyasada asimetrik bilgi dağılımına yol açarak bilgiden habersiz olan yatırımcılar aleyhine bir durum oluşturmakta ve içeridekiler, yaptıkları menkul kıymet işlemlerinden aşırı kazanç sağlayabilmektedirler<sup>116</sup>.” Şirkete ve menkul kıymete ilişkin tüm bilgilerin ve değişikliklerin her aşamada, eksiksiz, doğru ve yatırımcıları yanıltılmayacak şekilde açıklanma mecburiyeti bulunmaktadır.

Kamuyu aydınlatmanın yetersiz olduğu piyasalarda, içeriden öğrenenlerin ticaretinin meydana gelme olasılığı yükselmekte, güven eksikliği nedeniyle piyasalara yatırım yapma eğilimleri olumsuz yönde değişmektedir.

### **3.1.2.5. İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Piyasa Katılımcıları Üzerindeki Etkileri**

İçeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklayıcı düzenlemeler, piyasa katılımcılarını doğrudan veya dolaylı şekilde etkilemektedir. Bu tür faaliyetlerin etkilediği piyasa katılımcıları temelde dört grupta ele alınmaktadır. Bunlar sırasıyla;

- Yatırımcılar,
- İhraççılar,
- Aracı kuruluşlar,
- İşlem yapımcılar ve diğerleridir.

#### **Yatırımcılar**

Hakları birinci derecede korunması gereken piyasa katılımcıları yatırımcılardır. “Yatırımcılar, içeriden öğrenenlerin ticareti ile belli bir kayba uğratılmaktadırlar. Bu kaybın ölçütü, içeriden öğrenenlerin ticareti olmaması durumunda hisse senedi üzerine daha iyi bir fiyattan alım veya satım işlemi yapabilme olasılığıdır<sup>117</sup>.”

#### **İhraççılar**

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin, hisse senedi yatırımcıları kadar, hisse senetlerini piyasaya arz eden ihraççılar üzerinde de etkisi vardır. Bu tür faaliyetlerin yasaklanması veya serbest bırakılmasının, sermaye, yüklenim ve aracılık maliyetlerini değiştirdiği belirtilmektedir.

---

<sup>116</sup> age,18.

<sup>117</sup> age,36.



## **Aracı Kuruluşlar**

Sermaye piyasalarında ihraççıların işlemlerini yürüten aracı kuruluşlar da, içerideki bilgi ile kazanç elde etme veya muhtemel bir zarardan kaçınma imkanına sahip olabilmektedirler.

Ekonomik ve mali danışmanlık şirketleri, yatırım bankaları, hukuk büroları bu kapsamda yer almaktadır. Şirket hakkında önemli bilgilere sahip söz konusu kişi ve kuruluşlar, adlarına iş yaptıkları şirketlerin menfaatlerini ön planda tutma ve sır saklama yükümlülüğü altındadırlar. “Ancak, yine de bunların, ticari ilişkide oldukları şirketlere ait bilgileri kendi çıkarları doğrultusunda kullanma potansiyelleri her zaman göz önünde bulundurulmalıdır. Bu durum, müşteri şirketin menkul kıymetlerine ilişkin içeriden öğrenenlerin ticareti riskini artırmakta ve müşteri firmanın piyasadaki imajını zedeleyici ve hissedarlarını zarara uğraticı işlemlerin gerçekleşme olasılığını yükseltmektedir<sup>118</sup>.”

## **İşlem Yapıcılar ve Diğer Aracılar**

Alım-satım işlemleri yapan aracılar, piyasa işleyişi içerisinde yatırımcı ve ihraççılar arasında köprü vazifesi görmektedirler. Broker, dealer, hisse senedi analistleri, yatırım uzmanları ve portföy yöneticilerinden oluşan bu kişiler, şirketlerden gelen bilgileri hızla ve en iyi şekilde değerlendirerek piyasaya yeni bilgi üretim ve iletimine yardımcı olmaktadır.

Adil olma ilkesi, piyasada işlem yapan herkesin bilgiye eş zaman ve eşit şartlarda ulaşma hakkını esas almaktadır. Ancak, piyasa katılımcılarının elde edebileceği bilgilerde farklılıklar oluşabilmektedir. “Örneğin, hisse senedi analistleri ile yatırım uzmanlarının şirketle ilgili elde edebilecekleri bilgiler diğer piyasa elemanlarına göre daha fazla ve ayrıntılı olabilir. İçeridekiler kapsamındaki üst düzey yöneticiler, ellerindeki bilgiyi kendi personellerinin yararı için açıklamazlar<sup>119</sup>.” Bilgi açıklamalarının zorunlu tutulmasındaki amacın, fiyatların gerçek değerlerine ulaşmasının sağlanması olduğu ifade edilmektedir. Bu ortamda uzmanlar ellerindeki bilgiyi kullanarak yeni bilgiler geliştirme ve bunları kendi müşterilerinin menfaati için kullanma açısından avantajlı pozisyonda bulunmaktadır.

---

<sup>118</sup> age,38.

<sup>119</sup> age,38.

### 3.1.2.6. Spekülyasyon ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

“Finansal piyasalarda bilgilerin piyasa işlemcileri arasında transferi, spekülatif alım-satım işlemlerine yol açmaktadır.[...] Spekülyasyonlar, ekonomik dalgalanma yaratarak gelecek hakkındaki belirsizliği arttırır. Spekülatörlerin, piyasayı önceden tahmin ederek alım-satım işlemleri yapmaları halinde, piyasayı önceden tanımayan ve arkadan gelen spekülatörlere göre daha fazla kar elde etmeleri sözkonusudur.”<sup>120</sup>

Spekülatörler doğru öngörüye sahip iseler; fiyatlar düşerken alım, yükselirken satım yaparak ve piyasadaki eğilimi doğru tahmin ederek kazanç elde edici bir yatırım politikası izledikleri ifade edilmektedir. Menkul kıymet piyasalarındaki spekülatörlerin, menkul kıymet işlemlerinin artmasında ve piyasaların gelişiminde aktif rol oynamaları nedeniyle ekonominin istikrara kavuşmasına hizmet ettikleri ifade edilmektedir. Bu bakımdan spekülatif işlemler, içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmemekte ve yasaklanmamaktadır<sup>121</sup>.

Spekülatif faaliyetler, piyasayı yönlendirme gücüne sahip faaliyetler olarak tanımlanmaktadır. Kamuya açık olmayan şirket içi bilgileri ele geçiren içeridekilerin fiyatları istedikleri yönde değiştirmek suretiyle spekülatif işlemleri arttırdıkları ve elde ettikleri bilgi ile piyasalara ilişkin yapılan tahminler ışığında alım-satım yaparak piyasaları doğrudan etkileyebildikleri görülmektedir.

“Spekülatörler, içeridekilerin açıklamalarını şu nedenlere dayanarak dikkate almaktadırlar:

- İçeridekilerin daha üstün bilgiye sahip olduklarını düşünmeleri,
- Bu kişilerin dürüst ve gerçekçi olmaları ve
- Dürüst olmasalar bile, kendi uygulamaları için gerçek bilgileri ortaya çıkartıyor olabilmeleridir<sup>122</sup>.”

---

<sup>120</sup> age,40.

<sup>121</sup> age,41.

<sup>122</sup> age,41.

### 3.1.3. Manipülasyon

#### 3.1.3.1. Manipülasyonun Tanımı

“Menkul kıymet borsalarında manipülasyon, basitçe menkul kıymet fiyatlarının yapay olarak kontrolü biçiminde tanımlanmaktadır. Geniş anlamda manipülasyon ya da diğer bir deyişle yapay fiyat oluşturma, genellikle pazarların, genişlik ve derinlikten yoksun, arz ve talebin sınırlı olduğu; katılımcıların önemli bir kısmının pazarın yapısı ve hisse senedi olgusu hakkında yeterince bilgi sahibi olmadığı, oyunun kurallarının konmadığı veya kollanmadığı dönemlerde kendini gösteren, gerçekte kriminal bir faaliyet olarak kabul edilen bir olgudur<sup>123</sup>.”

“Manipülatif işlemler, menkul kıymetler borsasında pazar fiyatının oluşumunu engelleyecek şekilde menkul kıymetin mülkiyetinde değişme olmaksızın sürekli alım-satım işlemleri ile yapılabileceği gibi, kendi adına veya belirli bir kişi ya da kuruluşlar arasında belli miktar, tutar ve fiyat seviyelerinde devamlı olarak menkul kıymet alım-satım işlemi yapılması şeklinde de tanımlanabilir<sup>124</sup>.”

Manipülatör, diğer kimselerin aleyhine olacak fiktif fiyatı yaratarak, bir kayıptan kaçınmayı veya kazanç sağlamayı uman kişi olarak tanımlanmaktadır<sup>125</sup>. Bir faaliyeti manipülasyona dönüştüren unsurun onun yasadışı oluşundan ziyade fiyatın yapay şekilde kontrolü olduğu belirtilmektedir. “Öyle ki bazı borsalarda hisse senetlerinin halka arzlarında karşılaşılabilen ve yasal olan manipülatif uygulamalar bulunabilmektedir.”

#### 3.1.3.2. Manipülasyonun Amacı

Manipülasyonda üç amaç güdülür:<sup>126</sup>

1. İlkinde menkul kıymetin fiyatını yükseltmek için alım-satım işlemlerinde bulunmak ve menkul kıymeti yükselen fiyattan elden çıkarmak amaçlanır.
2. İkinci amaç menkul kıymet fiyatlarının sürekliliğini ve istikrarını sağlamaktır. Bu tür işlemler menkul kıymetin fiyatını pazar fiyatının üzerinde bir seviyeye taşımak, böylece potansiyel kazancı artırmak amacıyla yapılır.
3. Üçüncü amaç fiyatların aşağıya çekilmesi yönünde olmaktadır. Genellikle açığa satışla pazara giren ya da vadeli işlem piyasalarında pozisyon alan kimselerce yapılabilmektedir.”

#### 3.1.3.3. Manipülasyon Yöntemleri

Menkul kıymet piyasalarında yapay fiyat hareketlerine neden olan belli başlı yedi tane manipülasyon yöntemi vardır. Bu yöntemler:

1. Hisse senedi talebini arttırmak amacıyla iki ya da daha fazla işlem ile fiyatı yükseltmek,
2. Satışı arttırmak amacıyla iki ya da daha fazla işlem ile hisse senedi fiyatını

<sup>123</sup>Cemal Küçüksozen, **Finansal Bilgi Manipülasyonu**, (Ankara:SPK,2005),17.

<sup>124</sup> Güray Küçükocaoğlu, **İMKB’de Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu**, (Ankara:SPK,2005),.57.

<sup>125</sup> Küçüksozen, **age**,17.

<sup>126</sup> **age**,17.

düşürmek,

3. İşlem hacmini artırıcı yönde, fiyatlara belli bir istikrar kazandırmak amacıyla iki ya da daha fazla işlemle etkide bulunulması,
4. Alım-satım işlemlerinde yanıltıcı izlenim uyandırmaya yönelik faaliyetler,
5. Yanıltıcı bir durum oluşturmak amacıyla fiyat üzerinde yapılan her türlü hesaplamalar,
6. Piyasada, hisse senetlerinin gerçekte el değiştirmedeği işlemler yaparak fiyat dalgalanmalarına neden olunması ve
7. Gerçekleşen işlemlerde emir karşılaştırmalarını amaca uygun olarak etkilemeye yönelik işlemlerdir<sup>127</sup>.

#### **3.1.3.4. Manipülasyon Türleri**

Manipülasyon türleri de üç grupta sınıflandırılabilir. Bunlar:

- a. Yıkama Satış (Wash Sales)
- b. Baskı Oluşturma (Cornering)
- c. Havuz İşlemleri (Pooling Operations)

##### **a. Yıkama Satış ( Wash Sales )**

Yıkama satış, yapay veya sahte satış olarak da adlandırılmaktadır. Bu yöntemin uygulanmasındaki amaç zarardan kurtulmak için yapay fiyat oluşturmaktır.

“Gerçekte, hisse senetlerinin el değiştirmedeği bu tür işlemler, genelde vergi ödemelerini düşürme ve/veya bilanço kalemleri ile oynama amaçlı yapılmaktadır.”<sup>128</sup>

##### **b. Baskı Oluşturma (Cornering)**

“Baskı oluşturma olarak adlandırılan manipülasyon tekniği, bilinçli ya da doğal olarak belirli sayıdaki hisse senedinin, fiyatları yükseltme amacıyla alınıp satılması ile gerçekleşmektedir. Buna göre, hisse senetleri düşük fiyatlardan satın alınmakta ve fiyatların artmasıyla birlikte piyasa yönlendirilmektedir<sup>129</sup>.”

---

<sup>127</sup>Varışlı, **age**.127.

<sup>128</sup> **age**,128.

<sup>129</sup> **age**,128.

### **c. Havuz İşlemleri (Pooling Operations)**

“Havuz işlemleri iki ya da daha fazla kişinin piyasada işlem gören ve manipülasyona açık bir hisse senedi üzerinde ortak hareket etmesi ile yapılır. Havuz işlemleri yöntemi ile manipülasyon yapanlar sermayelerini, deneyimlerini ve yeteneklerini paylaşarak söz konusu hisse senedi üzerinden kazanç elde etmeyi amaçlarlar.”

#### **3.1.3.5. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyona İlişkin Düzenlemeler ve Önlemler**

İçerideki bilgiyi kamuya açıklanma öncesinde kullanarak menkul kıymet işlemi yapılması ve diğer yatırımcıların zarara uğratılmasının engellenmesi amacıyla kamuyu aydınlatma prensibi çerçevesinde yeni yasal düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu yasal düzenlemeler, aynı zamanda piyasanın güven, açıklık ve kararlılık prensiplerinin güçlendirilmesini de hedeflemektedir. Yapılan düzenlemelerdeki temel amaçlar arasında;

- Yatırımcıların korunması,
- Piyasaların amaca uygun işleminin güvence altına alınması ve
- Piyasalarda daha güçlü etkinliğe katkıda bulunması yer almaktadır<sup>130</sup>.

İletişim teknolojisindeki gelişmeler, bilginin ulusal ve uluslararası düzeyde dağıtımını kolaylaştırmakta, bu durum menkul kıymet piyasaları arasındaki entegrasyonun hızlandırılmasına yönelik ortak norm ve esaslarda çalışmaya uygun zemin oluşturmaktadır. Getirilen yasal düzenlemeler ile bu türlü faaliyetlerin gözetim ve denetimine ilişkin teknik çalışmalar açısından uluslararası entegrasyon sürecinde olumlu aşamalar kaydedilmektedir. Gelişmiş ülkelerin yanı sıra, yeni gelişen piyasalara sahip ülkeler de bu tür faaliyetleri yasaklama yönünde önemli adımlar atmış bulunmaktadır. Yapılan düzenlemeler arasında paralellik sağlanması, menkul kıymet piyasalarının entegrasyonu ve uyum içinde birlikte hareket etme sürecini de güçlendirici bir özellik taşımaktadır. Yetkili otoriteler arasındaki işbirliği olanakları ve koordinasyonun sağlanması, sınır ötesi menkul kıymet yatırımlarının artmasına önemli bir katkı sağlamaktadır<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> age, 229.

<sup>131</sup> age, 229.

1992 Sermaye Piyasası Kanunu'nda, içeriden öğrenenlerin ticareti olabilecek menkul kıymet işlemleri tanımlanmıştır. Kanun ayrıca, “potansiyel içeridekileri” de belirlemektedir. Yasa içeriğinde, bu suçu işleyerek yatırımcıları haksız zarara uğratan ve haksız kazanç elde ettikleri anlaşılabilirler hakkında cezai müeyyideler getirilmektedir.

“Menkul kıymet piyasalarında, çeşitli yöntem ve usulleri kullanarak bilinçli şekilde yatırımcıları yanlış yönlendirici ve yanıltıcı faaliyetlerle yapay piyasa oluşturma çabaları, manipülasyon olarak ifade edilmektedir.” Menkul kıymet fiyatlarını yükseltme, düşürme veya sabit tutmaya yönelik yapılan menkul kıymet işlemleri yasaklayıcı düzenlemeler kapsamında yer almakta ve cezai yaptırımlar uygulanmaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti gibi, yatırımcıları zarara uğratan ve haksız kazançta yol açan bu tür faaliyetler de piyasa etkinliğini zedeleyici işlemler olarak değerlendirilmekte ve finansal suç olarak kabul edilmektedir.

Sermaye piyasalarının kurulmasıyla birlikte sık sık rastlanan ve skandallara sebep olan içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonları gibi yasaklanan eylemlerin tespit edilmesi ve gerekli cezai yaptırımların uygulamaya konulabilmesi bakımından, piyasalardaki olağandışı fiyat ve miktar hareketlerinin izlenmesi ve denetlenmesi gereklilik oluşturmaktadır. Gelişmiş menkul kıymet piyasalarında ileri elektronik sistemler ile oluşturulan gözetim ve denetim birimleriyle, piyasaların sürekli olarak izlenmesi sağlanmaktadır.

Ülkemizde, 1992 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonlarını yasaklayıcı hükümler getirilmiş bulunmaktadır. Yasal düzenlemelerin yanı sıra, sermaye piyasası ve İMKB bünyesindeki gözetim ve denetim birimlerinin faaliyetlerindeki etkinliğin artırılması sonucu içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonlarını izleme, gerekli gözetim işlevini yerine getirme, denetim faaliyetleri ile yargıya intikal ettirilme sürecinde gelişmeler kaydedildiği görülmektedir. “Öncelikle yapılması gereken “etkin bilgi dağıtım” sisteminin geliştirilerek kamuoyunun ve geniş yatırımcı kitlesinin tam olarak aydınlatılma noktalarındaki eksikliklerin giderilmesi sağlanmasıdır. SPK, İMKB ve Takasbank arasında koordineli ve uyumlu bir işbirliğinin sağlanması, öncelikli olarak gerçekleştirilmesi gereken bir ön

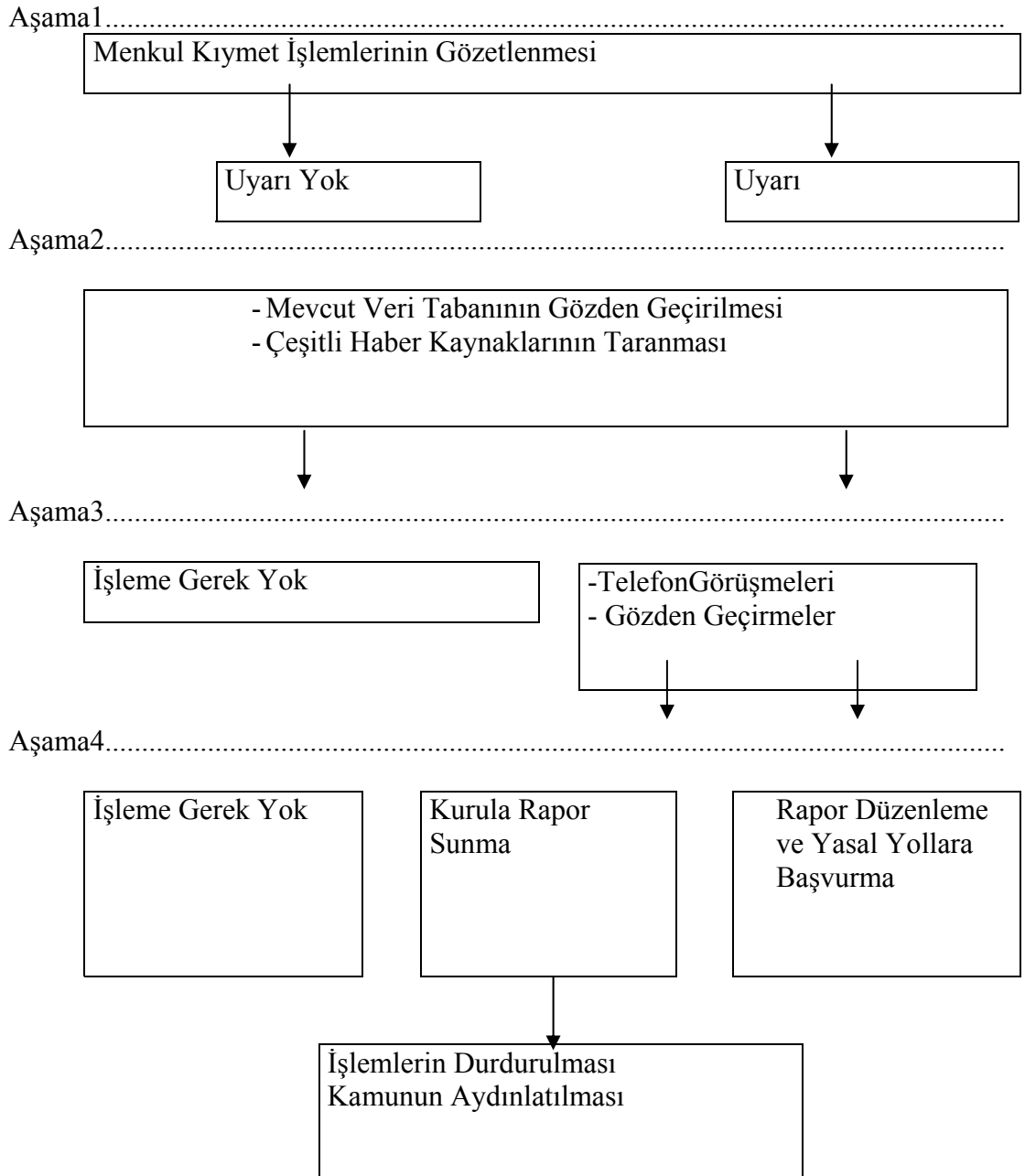
koşuldur.”<sup>132</sup> Gelişmekte olan Türk sermaye piyasası ve İMKB’de, bu konuda aşılması gereken en önemli sorunun içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülatif faaliyetlerin tespiti ve kanıtlanması olduğu ifade edilmektedir.

“Yasal düzenlemeler paralelinde, kamuyu tam aydınlatma işlevinin, bunun koşullarını düzenleyici ve denetleyici otorite olarak SPK-İMKB-Takasbank’tan oluşan üçlü sistemin gözetiminde yürütülmesi ile piyasaların etkinliği sağlanmalı, böylece yatırımcıların tasarruflarını etkin ve güvenilir bir piyasa içerisinde değerlendirme etkinliği artırılmalıdır.”<sup>133</sup>

---

<sup>132</sup> age,233.

<sup>133</sup> age,233.



**Şekil 1: Gözetim Fonksiyon Modeli**

Meral Tezcan Varışlı, Meral Tezcan Varışlı, **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, (İstanbul:İMKB,1996),207.



### 3.1.4. Temsilcilik Sorunu

Bir şirketin hisse senedini satın alan yatırımcı bu işlemin sonucunda o şirketin hissedarı bir başka deyişle o kuruluşun ortağı haline gelmektedir. Buna karşılık şirket yönetimine ilişkin alınan kararlara etkisi bulunmamaktadır. Bu yetki şirketin sahibi ve yönetim kurulu tarafından hissedarlar adına üstlenilmiştir. Bu duruma temsilcilik adı verilmektedir.

Yatırımcıların fonlarını yöneten kişilerin; yanlış kararlar alarak, şirketi kötü yöneterek ya da illegal uygulamalara kalkışarak bu yetkiyi kötüye kullanması sonucu temsilcilik sorunu ortaya çıkmaktadır. Bütün bu nedenlerden dolayı hissedarların katlanmak zorunda kaldığı zarar da temsilcilik (vekalet) maliyeti (agency cost) olarak adlandırılmaktadır. Temsilcilik sorunu hem bir etik sorunu hem de bir asimetrik bilgi sorunu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sermaye piyasalarında temsilcilik sorunu çoğunlukla hisse senetleri geniş halk kitlelerine dağıtılmış halka açık anonim ortaklıklarda görülmektedir. Normal şartlarda şirket yöneticilerinin kendi şirketlerine ait hisse senetlerini piyasada alıp satmasında bir sakınca yoktur. Ancak firmanın stratejik kararlarında rol alan yöneticiler firmanın mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibidirler. Bu bilgilere ulaşan yöneticiler olumlu veya olumsuz haberin piyasada duyulmasından önce hisse senedi işlemi yaparak anormal kazançlar sağlayabilirler. Bu ise yasal olmayan bir harekettir ve yöneticilerin şahsi yatırım kararlarını verirken bu gibi bilgileri kendileri için bir avantaj olarak kullanmamaları gerekmektedir<sup>134</sup>.

Yönetici ile hissedar arasındaki çıkar çatışmasının yarattığı temsilcilik maliyetlerine yönelik problemin çözümünde kurumsal yönetim kavramı ve ilkeleri karşımıza çıkmaktadır. İlk adım, A.B.D’de 1990’lı yıllarda ortaya çıkan finansal bilgi manipülasyonlarının ve 2001’de yaşanan Enron skandalının ardından SEC’in (Securities and Exchange Commission) kurulması ve halka açık şirketlerde finansal raporlama ile iç kontrol sisteminin ve bağımsız denetimin kalitesinin artırılması ve şeffaflığın sağlanmasını amaçlayan kısaca “Sarbanes- Oxley Kanunu” olarak bilinen kanunun çıkartılmasıyla atılmıştır<sup>135</sup>. Bu adımı başta İngiltere ,Almanya ,Japonya ve Rusya takip etmiş, AB üyesi ülkeler ve diğer gelişmekte olan piyasalar arasında

<sup>134</sup> “Vekalet Maliyetlerine Dikkat”,

[http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE\\_id=2884](http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=2884) [14.09.2008].

<sup>135</sup> Küçüksözen,age,245.

önde gelen ülkeler kurumsal yönetim ilkelerini belirleyerek mevzuatlarında bu doğrultuda düzenlemeler yapmışlardır. Türkiye’de 2003 yılında S.P.K tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi yayımlanmıştır.

Dünyada ve Türkiye’de yatırımcıların kurumsal yönetim prensibini ve ilkelerini benimseyip uygulayan şirketlere yönelmesi yöneticileri daha açık, şeffaf ve dürüst iş yapmaya zorlamaktadır. Kurumsal yönetim kavramı çerçevesinde temsilcilik maliyetlerinin azaltılmasına yönelik olarak oluşturulan teşvik ve izleme mekanizmaları da buna yönelik olarak hayata geçirilmiştir.

#### 3.1.4.1. Kurumsal Yönetim

“Kurumsal yönetim tanım olarak şirketlerin şeffaflık, sorumluluk, hesap verilebilirlik gibi belirli ilkeler içinde yönetilmesi ve kontrolünü ifade ediyor<sup>136</sup>.”

“Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim Komitesi’ne göre kurumsal yönetim, en geniş anlamda, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanabilir ve esasen şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerir. Kurumsal Yönetim, şirketin amaç ve hedeflerinin saptandığı ve bunlara erişebilmek için performansı izleme araçlarının belirlendiği yapıyı ortaya koyar. Başka bir ifadeyle, şirket yönetimi, yönetim kontrolü ve performansına odaklanan kurumsal yönetim, şirketin sahipliği ile yönetim arasındaki ilişkiler sistemini temsil eder.”<sup>137</sup>

#### 3.1.4.2. Kurumsal Yönetimin Amaçları

Kurumsal yönetimin başlıca amaçlarını şu şekilde sıralanabilir<sup>138</sup>.

- “Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; bir başka ifade ile yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, bu çerçevede örneğin azınlık haklarının korunması,
- Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuoyunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması, bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer menfaat sahipleri için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve eksiksiz kamuoyuna açıklamaları,
- Yönetim kurulunun sorumluklarının açık olarak belirlenmesi ,
- Şirket üst yönetiminin karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hesap verme yükümlülüğünün temin edilmesi,
- Vekalet maliyetlerinin (agency cost) azaltılması,

<sup>136</sup> age.

<sup>137</sup> Osman A. Gürbüz, Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, (İstanbul: Literatür yayınları,2004),5.

<sup>138</sup> Çoşkun Can Aktan, “Kurumsal Yönetimin Amaçları”, <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/amaclar.htm> [19.06.2008]

- Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümünün sağlanması,
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman olanaklarına kolay erişim imkanlarının artırılması.”

Kurumsal yönetimin uygulanmasının pek çok gerekçesi bulunmakla birlikte temel amacı, şirketle doğrudan ya da dolaylı ilişki içerisinde olan tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasıdır.

### **3.1.4.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri**

O.E.C.D tarafından çerçevesi çizilen kurumsal yönetim ilkelerinin temelinde dört ana unsur yer almakta olup, genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında; eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları olmazsa olmaz kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda,<sup>139</sup>

- “• Eşitlik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini,
- Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulmasını ,
- Hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibariyle anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine hesap verme zorunluluğunu,
- Sorumluluk ise; yönetimin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade etmektedir.”

---

<sup>139</sup> Küçüksözen,age,253.

## **4. YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERLE YATIRIM KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİNE YÖNELİK BİREYSEL – KURUMSAL YATIRIMCILAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA**

### **4.1. Araştırmanın Amacı**

Finansal piyasalarda yatırımcıyı sınırlayan, davranışlarına yön veren pek çok faktör bulunmaktadır. Tezde yer alan ve yatırımcı davranışlarına doğrudan veya dolaylı olarak etki eden belli başlı faktörler altı başlık altında yer almaktadır.

Yatırımcılar çoğu kez bu faktörlerin gölgesi altında olduklarının bilincinde olmaksızın yatırım kararları almaktadırlar. Ne kadar rasyonel hareket etmek isteseler de piyasaya yön veren bu faktörler piyasa oyuncularını bilgi asimetrisi, manipülasyon, spekülasyon vb tuzaklara maruz bırakarak karlarını maximize etmekten uzak yatırım kararları almaya sevk edebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, yatırımcı davranışlarını etkileyen faktörlerle yatırım kararları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını, bireysel yatırımcıların kişisel portföylerini, kurumsal yatırımcıların profesyonel anlamda yönettikleri portföyü değerlendirirken yatırım davranışına yön veren unsurlar ve bu unsurların şekillendirdiği yatırım tarzı bakımından farklılık gösterip göstermediğini incelemektir.

### **4.2. Araştırmanın Önemi**

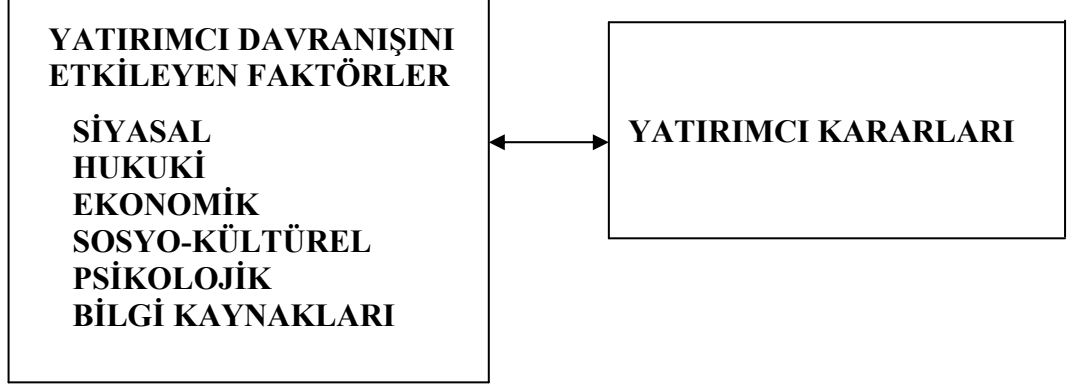
Yatırımcıların davranışlarına yön veren çeşitli faktörlerin etkisi altında onları rasyonel davranmaktan alıkoyan kararlar aldıkları bilinmektedir. Bu çalışma bireysel ve kurumsal yatırımcıların davranışlarını belirleyen eğilimler ve bu eğilimlerin yönlendirdiği yatırım tarzları bakımından farklılıklar ortaya koyup koymadığının belirlenmesi açısından önem taşımaktadır.

Çalışma akademik alanda benzer çalışmalar yapacak kişilere de yardımcı olacaktır.

### 4.3. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmanın araştırma modeli, tanımlayıcı araştırma modelidir.

#### Araştırmanın Modeli



### 4.4. Araştırmanın Hipotezleri

#### Ana Hipotez

H1: Yatırımcı davranışını etkileyen faktörler ile yatırım kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

#### Alt Hipotezler

H<sub>2</sub>: Yatırımcının risk alma eğilimi ile %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>3</sub>: Finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>4</sub>: Portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>5</sub>: Yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>6</sub>: Kayıptan kaçınma yanlılığı ile %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>7</sub>: Kayıptan kaçınma yanlılığı ile bireysel yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>8</sub> : Yatırımcının risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>9</sub> : Yatırımcının risk alma eğilimi ile içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>10</sub>: Kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>11</sub>: “Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>12</sub>: Ev yanlılığı ile bireysel yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H<sub>13</sub>: Yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler ve Yatırım Kararları ile Bireysel-Kurumsal Yatırımcıların İlişkisine Ait Hipotezler**

H<sub>1</sub>: Bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım yapma süresi açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>2</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar çeşitlendirme etkisiyle portföyde farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>3</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>4</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar kayıptan kaçınma yanlılığı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>5</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar ev yanlılığı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>6</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>7</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar “ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>8</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar günü birlik yatırım kararı alma davranışı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>9</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar risk alma eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>10</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>11</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>12</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>13</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>14</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar sürü davranışı açısından farklılık göstermektedir.

H<sub>15</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma açısından farklılık göstermektedir.

#### **4.5. Araştırmanın Sınırlılıkları ve Varsayımlar**

Yatırımcı davranışlarını etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Çalışmada bu faktörler siyasi, ekonomik, hukuki, sosyo-kültürel, psikolojik faktörler ve bilgi kaynakları olarak altı başlık altında incelenmiştir. Bu açıdan çalışmada konu sınırlılığı mevcuttur. Çalışma İstanbul ilini kapsamaktadır. Bireysel yatırımcılara yönelik olarak bir bankanın Beşiktaş'taki şubeleri seçilmiştir. Bu nedenle uygulama alanı açısından sınırlılık mevcuttur. Aynı zamanda araştırmada çalışmanın yapıldığı kişi ve kurumların isimleri gizli tutulmaktadır.

Araştırmada, anketi cevaplayanların doğru, dürüst, güvenilir cevaplar verdiği ve soruların hipotezleri test edebilecek bir biçimde hazırlandığı varsayılmaktadır.

#### **4.6. Araştırmanın Evren ve Örneklemi**

Kurumsal yatırımcılar açısından araştırmanın evrenini Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne üye olan 144 şirket oluşturmaktadır. Örneklem grubu olarak da bu 144 üye şirket seçilmiştir.

Bireysel yatırımcılar açısından araştırmanın evreni İstanbul'da yaşayan 18 yaşın üzerindeki yatırımcılardan oluşmaktadır. Örneklem olarak uzun yıllardır sektörde

faaliyet gösteren bir bankanın İstanbul Beşiktaş ilçesindeki şubelerinin müşteri portföyünü oluşturan yatırımcılar seçilmiştir. Çalışmada tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır.

#### **4.7. Veri ve Bilgi Toplama Yöntem ve Aracı**

Veri toplama aracı olarak anket formu kullanılmıştır. Anket formunda birinci bölümde yer alan ilk üç soru, ikinci ve üçüncü bölümde yer alan ikinci sorular Serpil Döm'ün "Yatırımcı Psikolojisi: İMKB Üzerine Amprik Bir Çalışma" isimli doktora tezindeki anket çalışmasından alınmıştır, diğerleri araştırmacı tarafından hazırlanmış sorulardır. Anket toplam 23 sorudan oluşmaktadır. İlk bölümdeki sorular ve ikinci bölümdeki ilk üç soru yatırımcının yaşı, cinsiyeti, eğitim durumu, mesleği, yatırım yapma süresi, yatırım portföyü ve bilgi düzeyine ilişkin demografik bilgileri ölçmektedir. Anketin ikinci bölümündeki sekiz soru beş dereceli değerlendirme seçenekleri olan likert ölçeğinde hazırlanmıştır. İkinci bölümdeki son üç soru ve üçüncü bölümdeki sorularda likert benzeri seçenekler oluşturulmuştur. İkinci bölüm yatırımcıların davranış, tutum ve eğilimlerini, üçüncü bölüm ise belli senaryolar karşısında aldıkları yatırım kararlarını incelemeyi amaçlamaktadır.

Her iki gruba aynı sorular yöneltilmiştir. Ancak kurumsal yatırımcıların soruları bireysel olarak algılamalarının önüne geçmek amacıyla, onlara dağıtılan anketlerde kurumsal yatırımcı kimliklerine vurgu yapan ifadeler kullanılmıştır.

Kurumsal yatırımcılara posta, elektronik posta ile elden ulaştırılan 144 anketten 58 tanesi cevaplanarak geri dönmüştür. Örneklemin % 40'ı anketi cevaplamıştır. Bireysel yatırımcılara şubelerde elden 1100 anket dağıtılmış bunlardan 220 tanesi geri dönmüştür. %20 oranında bir geri dönüş olmuştur.

#### **4.8. Veri Analiz Teknikleri**

Toplanan veriler SPSS 15.0 for Windows istatistik programı ile uygun olan analiz teknikleri kullanılarak yorumlanmıştır.

Analizlerde değişkenler arasındaki ilişki ve farklılıkların ortaya çıkarılmasında Ki Kare ve Mann-Whitney U analizleri kullanılmıştır. Demografik değişkenlere ait dağılımlarda frekans dağılımlarından faydalanılmıştır.



#### 4.9. Araştırmaya İlişkin Bulgu ve Yorumlar

Bu bölümde yatırımcıların demografik değişkenlerine ait frekans dağılımları, yatırımcı davranışını etkileyen faktörlerle yatırım kararı arasındaki ilişkiye yönelik hipotezlerin değerlendirilmesi ve yatırımcı davranışını etkileyen faktörler ve yatırım kararları ile bireysel-kurumsal yatırımcıların ilişkisine yönelik hipotezlerin değerlendirilmesi yapılmaktadır.

##### 4.9.1. Demografik Değişkenlere Ait Frekans Tabloları

Bu bölümde yatırımcıların yaşı, cinsiyeti, eğitim durumu, mesleği, sermaye piyasasında yatırım yapma süresi ve yatırımcı türü ile ilgili demografik değişkenlere ait frekans dağılımları verilmiştir.

**Tablo 2: Yatırımcı Türüne Ait Frekans Dağılım Tablosu**

Yatırımcı Tipi	Frekans	Yüzde
Bireysel Yatırımcı	220	79,1
Kurumsal Yatırımcı	58	20,9
Toplam	278	100,0

Ankete cevap verenlerin % 79.1'ini bireysel yatırımcılar, %20.9'unu kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Ankete en fazla bireysel yatırımcılar cevap vermiştir.

**Tablo 3: Demografik Değişkenlere Ait Frekansların Dağılım Tablosu**

		Bireysel Yatırımcı		Kurumsal Yatırımcı	
		Frekans	Yüzde	Frekans	Yüzde
<b>YAŞ</b>	18-30	101	45,9	23	39,7
	31-40	61	27,7	19	32,8
	41-50	37	16,8	14	24,1
	51 ve üzeri	21	9,5	2	3,4
	<b>Toplam</b>	220	100,0	58	100,0
<b>CİNSİYET</b>	Kadın	92	41,8	27	46,6
	Erkek	128	58,2	31	53,4
	<b>Toplam</b>	220	100,0	58	100,0
<b>EĞİTİM DURUMU</b>	İlköğretim	6	2,7	0	0,0
	Lise	30	13,6	0	0,0
	Üniversite	117	53,2	54	93,1
	Lisansüstü – Doktora	67	30,5	4	6,9
	<b>Toplam</b>	220	100,0	58	100,0
<b>SERMAYE PİYASASINDA YATIRIM SÜRESİ</b>	10 yıl ve üzeri	32	14,5	23	39,7
	5-10 yıl arası	50	22,7	14	24,1
	Hiç	28	12,7	0	0,0
	1-5 yıl arası	69	31,4	19	32,8
	1 yıldan az	41	18,6	2	3,4
	<b>Toplam</b>	220	100,0	58	100,0

Bireysel yatırımcılar açısından anketin uygulandığı örneklem grubunda %45,9 luk oranla 18-30 yaş arası yatırımcıların, % 58,2'lik oranla erkeklerin, %53,2'lik oranla üniversite mezunlarının, %31,4'lük oranla sermaye piyasasında 1-5 yıl arası yatırım yapanların çoğunlukta olduğu görülmektedir.

Kurumsal yatırımcılar açısından anketin uygulandığı örneklem grubunda %39,7'lik oranla 18-30 yaş arası yatırımcıların, %53,4'lük oranla erkeklerin, % 93,1'lik oranla üniversite mezunlarının, %39,7'lik oranla sermaye piyasasında 10 yıl ve üzeri yatırım yapanların çoğunlukta olduğu görülmektedir.

**Tablo 4: Bireysel Yatırımcıların Mesleğe İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Memur	21	9,5
Bankacı	27	12,3
Sağlık sektörü	19	8,6
Mühendis	29	13,2
Muhasebeci	7	3,2
Satış-Pazarlama uzmanı	9	4,1
Sigorta uzmanı	15	6,8
İstatistik uzmanı	6	2,7
Akademisyen	17	7,7
Öğrenci	15	6,8
Güvenlik görevlisi	2	,9
Emekli	15	6,8
İnsan Kaynakları uzmanı	7	3,2
Halkla İlişkiler uzmanı	4	1,8
Hukukçu	7	3,2
Mimar	6	2,7
Dış Ticaret uzmanı	2	,9
Esnaf	6	2,7
Sanatçı	6	2,7
Toplam	220	100,0

Bireysel yatırımcılar açısından ankete katılanlar arasında % 13,2'lik oranla mühendislerin çoğunlukta olduğu görülmektedir.

**Tablo 5: Kurumsal Yatırımcıların Mesleğe İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Ekonomist	3	5,2
Analist	6	10,3
Yatırım danışmanı	28	48,2
Fon / Portföy yöneticisi	10	17,2
Stratejist	3	5,2
Uzman	8	13,8
Toplam	58	100,0

Kurumsal yatırımcılar açısından ankete katılanlar arasında % 48,2'lik oranla yatırım danışmanlarının çoğunlukta olduğu görülmektedir.

#### 4.9.2. Diğer Değişkenlere Ait Frekans Tabloları

Bu bölümde yatırımcıların yatırım portföyü, bilgi düzeyi, seçim döneminde yatırım araçlarına yönelik risk algılaması ile ilgili frekans tablolarına yer verilmiştir.

**Tablo 6: Bireysel Yatırımcıların En Çok Tercih Edilen Yatırım Aracına İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Hisse senedi	21	9,5
Mevduat	47	21,4
Yatırım fonu (A/B tipi)	71	32,3
Döviz	42	19,1
Hazine bonusu	16	7,3
Tahvil	10	4,5
Diğer	13	5,9
Toplam	220	100,0

(Diğer:Altın,Bireysel Emeklilik Sigortası,Katılım Hesabı)

Portföyde en çok tercih edilen yatırım aracının %32,3' lük oranla yatırım fonu olduğu görülmektedir.

**Tablo 7: Kurumsal Yatırımcıların En Çok Tercih Edilen Yatırım Aracına İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Hisse senedi	10	17,2
Yatırım fonu (A/B tipi)	24	41,4
Döviz	7	12,1
Hazine bonusu	14	24,2
Tahvil	1	1,7
Diğer	2	3,4
Total	58	100,0

(Diğer: VOB)

Kurum /yönetilen portföyde en çok tercih edilen yatırım aracının %41,4' lük oranla yatırım fonu olduğu görülmektedir.

**Tablo 8: Bireysel Yatırımcıların Sermaye Piyasasına İlişkin Bilgi Düzeyine İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Az; piyasa hakkında fazla bilgi sahibi değilim.	51	23,2
Sınırlı; belli başlı yatırım araçlarını tanıyorum ama bu konuda bilgim sınırlı.	96	43,6
Hiçbir bilgim yok	4	1,8
Gelişmiş; portföy çeşitlenmesinin önemini bilecek kadar deneyim sahibiyim.	59	26,8
Uzman; piyasayı sürekli takip ediyorum.	10	4,5
Toplam	220	100,0

Bireysel yatırımcılar açısından ankete cevap verenler arasında %43,6'lık oranla sınırlı bilgiye sahip olanların çoğunlukta olduğu görülmüştür.

**Tablo 9: Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Piyasasına İlişkin Bilgi Düzeyine İlişkin Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
Gelişmiş; portföy çeşitlenmesinin önemini bilecek kadar deneyim sahibiyim.	19	32,8
Uzman; piyasayı sürekli takip ediyorum.	39	67,2
Toplam	58	100,0

Kurumsal yatırımcılar açısından ankete cevap verenler arasında %67,2'lik oranla uzman düzeyinde bilgiye sahip olanların çoğunlukta olduğu görülmüştür.

**Tablo 10: Bireysel Yatırımcıların Seçim Döneminde Yatırım Araçlarına İlişkin Risk Algılamasına Yönelik Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
TL Mevduat ve Likit Fonlar	17	7,7
Döviz ve Eurobond	54	24,5
Kararsızım	38	17,3
Tahvil - Bono ve B tipi Fonlar	9	4,1
Hisse senetleri ve A Tipi Fonlar	102	46,4
Toplam	220	100,0

Ankete cevap veren bireysel yatırımcıların % 46,4'ü seçim döneminde riski artan ve satmayı düşündükleri yatırım aracının hisse senedi ve A tipi fonlar olduğunu belirtmiştir.

**Tablo 11: Kurumsal Yatırımcıların Seçim Döneminde Yatırım Araçlarına İlişkin Risk Algılamasına Yönelik Frekans Dağılımı**

	Frekans	Yüzde
TL Mevduat ve Likit Fonlar	5	8,6
Döviz ve Eurobond	15	25,9
Kararsızım	2	3,4
Tahvil - Bono ve B tipi Fonlar	3	5,2
Hisse senetler ve A Tipi Fonlar	33	56,9
Toplam	58	100,0

Ankete cevap veren bireysel yatırımcıların % 56,9'u seçim döneminde riski artan ve satmayı düşündükleri yatırım aracının hisse senedi ve A tipi fonlar olduğunu belirtmiştir.

### 4.9.3.Araştırmanın Hipotezlerine İlişkin Bulgu ve Yorumlar

Bu bölümde ana hipotez ve alt hipotezler olan yatırımcı davranışını etkileyen ve anket çalışmasında yer alan faktörlerle yatırımcı kararı arasındaki ilişkiye yönelik hipotezlere ait sonuçlar incelenecektir.

#### Ana Hipotez

H1:Yatırımcı davranışını etkileyen faktörler ile yatırım kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

(Faktörler: yatırım süresi/ vade-çeşitlendirme etkisi-piyasa dalgalanmaları-risk-kayıptan kaçınma-ev yanlılığı-ekonomik ve siyasal gelişmeler -medya/bilgi kaynakları)

**Tablo 12:Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler ile Yatırım Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

#### Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2363,878 <sup>a</sup>	2145	,001
Likelihood Ratio	899,063	2145	1,000
Linear-by-Linear Association	,579	1	,447
N of Valid Cases	278		

a. 2240 cells (100,0%) have expected count less than 5.  
The minimum expected count is ,00.

Ankette yer alan yatırımcı davranışına etki eden belirli faktörlere yönelik sorularla yatırımcı kararlarına ilişkin sorular incelendiğinde Tablo12 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p= 0,001$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre anket çalışmasında yer alan ve yatırım kararını etkileyen belirli faktörlerle (yatırım süresi/ vade-çeşitlendirme etkisi-piyasa dalgalanmaları-risk-kayıptan kaçınma-ev yanlılığı-ekonomik ve siyasal gelişmeler -medya/bilgi kaynakları) yatırım kararı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların verdikleri cevaplar birlikte analiz edildiğinde bu anlamlılık ilişkisi tespit edilmiştir.

### Alt Hipotezler

H<sub>2</sub>: Bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 13: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	81,613 <sup>a</sup>	16	,000
Likelihood Ratio	82,790	16	,000
Linear-by-Linear Association	43,106	1	,000
N of Valid Cases	220		

a. 12 cells (48,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,16.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile 3.bölümde %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesine yönelik soru incelendiğinde Tablo 13 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p=0,000$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p=0,05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>2</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H<sub>2</sub>: Kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 14: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	38,116 <sup>a</sup>	16	,001
Likelihood Ratio	36,200	16	,003
Linear-by-Linear Association	22,656	1	,000
N of Valid Cases	58		

a. 22 cells (88,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,03.



Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile 3.bölümde yer alan %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesine yönelik soru incelendiğinde Tablo 14 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,001$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için  $H_2$  hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımında hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılar arasında risk alma düzeyi arttıkça teklife verilen olumlu cevapların arttığı gözlenmektedir. Risk alan yatırımcıların büyük çoğunluğunun teklifi kabul ettiği görülmektedir.

$H_3$ : Finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 15: Bireysel Yatırımcı Açısından Finansal Piyasalara İlişkin Haber Yorum ve Tahminlere Göre Yatırım Kararı Alma Eğilimi ile Sürü Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	23,042 <sup>a</sup>	16	,113
Likelihood Ratio	23,041	16	,113
Linear-by-Linear Association	2,258	1	,133
N of Valid Cases	220		

a. 13 cells (52,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,23.

Anketin 2. bölümünde yer alan haber, yorum ve tahminlere göre karar almaya yönelik 9. soru ile 3. bölümde yer alan sürü davranışına yönelik 4.soru incelendiğinde Tablo 15 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0.113$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için  $H_3$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

H<sub>3</sub> : Finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 16: Kurumsal Yatırımcı Açısından Finansal Piyasalara İlişkin Haber Yorum ve Tahminlere Göre Yatırım Kararı Alma Eğilimi ile Sürü Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	12,316 <sup>a</sup>	12	,421
Likelihood Ratio	9,264	12	,680
Linear-by-Linear Association	,038	1	,846
N of Valid Cases	58		

a. 16 cells (80,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,03.

Anketin 2. bölümünde yer alan haber, yorum ve tahminlere göre karar almaya yönelik 9. soru ile 3. bölümde yer alan sürü davranışına yönelik 4.soru incelendiğinde Tablo 16 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,421$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>3</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımına bakıldığında kurumsal ve bireysel yatırımcıların finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminleri karar sürecinde değerlendirmeye alsalar da almasalar da büyük çoğunlukla piyasanın tepkisi doğrultusunda hareket etmeyi yeğledikleri görülmektedir.

H<sub>4</sub>: Portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 17: Bireysel Yatırımcının Portföyde Çeşitlendirme Etkisiyle Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme Davranışı ile Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	27,190 <sup>a</sup>	16	,039
Likelihood Ratio	22,608	16	,125
Linear-by-Linear Association	,403	1	,525
N of Valid Cases	220		

a. 9 cells (36,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,11.

Anketin 2. bölümünde yer alan çeşitlendirme etkisine yönelik 5. soru ile anketin 3. bölümünde yer alan 12. soru incelendiğinde Tablo 17 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,039$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>4</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yatırımcının risk alma düzeyi düştükçe portföyünü çeşitlendirmeyi daha çok tercih ettiği gözlenmektedir.

H<sub>4</sub>: Kurum portföyünde/yönetilen portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 18: Kurumsal Yatırımcının Yönetilen Portföyde Çeşitlendirme Etkisiyle Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme Davranışı ile Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,124 <sup>a</sup>	12	,112
Likelihood Ratio	10,700	12	,555
Linear-by-Linear Association	,423	1	,515
N of Valid Cases	58		

a. 16 cells (80,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,02.

Anketin 2. bölümünde yer alan çeşitlendirme etkisine yönelik 5. soru ile anketin 3. bölümünde yer alan 12. soru incelendiğinde Tablo 18 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,112$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0,05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>4</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının yönetilen portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Hipotez bireysel yatırımcılar için kabul edilirken kurumsal yatırımcılar için reddedilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişki açısından farklılık bulunmaktadır. Yanıtlara ilişkin frekans dağılımında bireysel yatırımcıların risk alma düzeyi düştükçe buna paralel olarak çeşitlendirmeyi tercih ettikleri gözlemlenirken kurumsal yatırımcılarda her risk düzeyinde bu yolun tercih edildiği görülmüştür.

H<sub>5</sub> : Bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 19: Bireysel Yatırımcının Yatırım Yapma Süresi ile Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliğine Yönelik Tutum Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	43,075 <sup>a</sup>	16	,000
Likelihood Ratio	33,948	16	,006
Linear-by-Linear Association	5,424	1	,020
N of Valid Cases	220		

a. 16 cells (64,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,18.

Anketin 2. bölümünde yer alan yatırım süresine ilişkin 4.soru ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutuma ilişkin 6. soru incelendiğinde Tablo19 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,000$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>5</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında uzun dönemli yatırımı tercih edenlerin portföylerinde kısa dönemde meydana gelebilecek önemli iniş çıkışları göz ardı edebileceği şeklinde yanıt verdiği görülmektedir.

H<sub>5</sub> : Kurumsal yatırımcının yatırım yapma süresi ile kurum portföyü/yönetilen portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 20: Kurumsal Yatırımcının Yatırım Yapma Süresi ile Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliğine Yönelik Tutum Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	17,878 <sup>a</sup>	6	,007
Likelihood Ratio	19,669	6	,003
Linear-by-Linear Association	1,407	1	,236
N of Valid Cases	58		

a. 9 cells (75,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,31.

Anketin 2. bölümünde yer alan yatırım süresine ilişkin 4.soru ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutuma ilişkin 6. soru incelendiğinde Tablo 20 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,007$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>5</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum arasında anlamlı ilişki bulunmaktadır. Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımında uzun vadeyi hedefleyen kurumsal yatırımcının bireysel yatırımcıda olduğu gibi portföyün kısa dönemli değişkenliğini göz ardı edebileceği şeklinde yanıt verdiği görülmektedir.

$H_6$  : Kayıptan kaçınma yanlılığı ile %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 21: Bireysel Yatırımcı Açısından Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile %20 Kazandıran ya da % 20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	19,515 <sup>a</sup>	16	,243
Likelihood Ratio	21,007	16	,178
Linear-by-Linear Association	12,217	1	,000
N of Valid Cases	220		

a. 11 cells (44,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,77.

Anketin 2. bölümünde yer alan kayıptan kaçınma yanlılığına ilişkin 7. soru ile 3. bölümde yer alan %20 kazandıran ya da % 20 kaybettiren yatırımın elden çıkarılması kararına ilişkin 2.soru incelendiğinde Tablo 21 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,243$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için  $H_6$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcı açısından kayıptan kaçınma yanlılığı ile %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Frekans dağılımında bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunun kayıptan kaçınma yanlılığı gösterecekleri dahi % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmüştür.

H<sub>6</sub> : Kayıptan kaçınma yanlılığı ile %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 22: Kurumsal Yatırımcı Açısından Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile %20 Kazandıran ya da % 20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	20,349 <sup>a</sup>	16	,205
Likelihood Ratio	18,625	16	,289
Linear-by-Linear Association	,729	1	,393
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,05.

Anketin 2. bölümünde yer alan kayıptan kaçınma yanlılığına ilişkin 7. soru ile 3. bölümde yer alan %20 kazandıran ya da % 20 kaybettiren yatırımın elden çıkarılması kararına ilişkin 2.soru incelendiğinde Tablo 22 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,205$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>6</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcı açısından kayıptan kaçınma yanlılığı ile %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımında ankete katılan kurumsal yatırımcıların büyük çoğunluğunun kayıptan kaçınma yanlılığı gösterecekleri dahi %20 kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmüştür.



H<sub>7</sub> : Kayıptan kaçınma yanlılığı ile bireysel yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 23: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	20,552 <sup>a</sup>	16	,196
Likelihood Ratio	21,148	16	,173
Linear-by-Linear Association	1,239	1	,266
N of Valid Cases	220		

a. 12 cells (48,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,30.

Anketin 2. bölümünde yer alan kayıptan kaçınma yanlılığına ilişkin 7. soru ile risk alma eğilimine yönelik 12. soru incelendiğinde Tablo 23 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,196$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0,05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>7</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcı açısından kayıptan kaçınma yanlılığı ile yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Yanıtlara ilişkin frekans dağılımında yatırımcıların risk eğilimi ne olursa olsun (risk sever, riskten kaçan ya da riske kayıtsız) kayıptan kaçınma yanlılığı gösterebildikleri görülmüştür.

H<sub>7</sub> : Kayıptan kaçınma yanlılığı ile kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 24: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	28,200 <sup>a</sup>	16	,030
Likelihood Ratio	28,200	16	,030
Linear-by-Linear Association	2,057	1	,151
N of Valid Cases	58		

a. 22 cells (88,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,02.

Anketin 2. bölümünde yer alan kayıptan kaçınma yanlılığına ilişkin 7. soru ile risk alma eğilimine yönelik 12. soru incelendiğinde Tablo 24 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,030$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için  $H_7$  hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcı açısından kayıptan kaçınma yanlılığı ile yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında ankete katılan kurumsal yatırımcıların risk düzeyi düştükçe artan oranda kayıptan kaçınma yanlılığı gösterdikleri , risk almayı tercih edenlerin büyük çoğunluğunun ise değeri düşen yatırım aracını elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmektedir.

Hipotez bireysel yatırımcılar için reddedilirken kurumsal yatırımcılar için kabul edilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişki açısından farklılık bulunmaktadır. Frekans dağılımında bireysel yatırımcıların her risk düzeyinde kayıptan kaçınma yanlılığı sergiledikleri, kurumsal yatırımcılarda ise bu yanlılığın daha çok risk almayı tercih etmeyen ya da düşük riskli yatırımlara yönelenlerde ortaya çıktığı görülmüştür.

$H_8$  : Bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 25: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan Daha fazla Önem Verme Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	28,404 <sup>a</sup>	16	,028
Likelihood Ratio	32,569	16	,008
Linear-by-Linear Association	6,900	1	,009
N of Valid Cases	220		

a. 11 cells (44,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,27.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile yatırımda kazanca ya da kayba önem vermeye ilişkin 14. soru incelendiğinde Tablo 25 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,028$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için  $H_8$  hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca

göre bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında risk almayı tercih edenlerin büyük çoğunluğunun kazançta, risk almayan yada düşük riskli yatırımlara yönelenlerin büyük çoğunluğunun ise kayba daha fazla önem verdikleri görülmüştür

H<sub>8</sub> : Kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 26: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan Daha fazla Önem Verme Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	31,509 <sup>a</sup>	16	,012
Likelihood Ratio	25,798	16	,057
Linear-by-Linear Association	5,065	1	,024
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,02.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile yatırımda kazançta ya da kayba önem vermeye ilişkin 14. soru incelendiğinde Tablo 26 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,012$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>8</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımında bireysel yatırımcıda görüldüğü gibi risk almayı tercih edenlerin büyük çoğunluğunun kazançta, risk almayan yada düşük riskli yatırımlara yönelenlerin büyük çoğunluğunun ise kayba daha fazla önem verdikleri tespit edilmiştir.

H<sub>9</sub>: Bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 27: Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile İçeriden Edinilen Bilgiye Dayalı Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	70,008 <sup>a</sup>	16	,000
Likelihood Ratio	66,383	16	,000
Linear-by-Linear Association	28,687	1	,000
N of Valid Cases	220		

a. 13 cells (52,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,34.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12.soru ile 3. bölümde yer alan içeriden edinilen bilgiye dayalı yatırım kararı almaya yönelik 5.soru incelendiğinde Tablo 27 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,000$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>0</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının risk alma eğilimi ile içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımına bakıldığında risk alabilen bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunun hisse senedini almayı tercih ettiği görülmüştür.

H<sub>9</sub>: Kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 28: Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi ile İçeriden Edinilen Bilgiye Dayalı Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	31,712 <sup>a</sup>	16	,011
Likelihood Ratio	21,887	16	,147
Linear-by-Linear Association	6,539	1	,011
N of Valid Cases	58		

a. 22 cells (88,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,02.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12.soru ile 3. bölümde yer alan içeriden edinilen bilgiye dayalı yatırım kararı almaya yönelik 5.soru incelendiğinde Tablo 28 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,011$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>9</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi ile içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımına bakıldığında kurumsal yatırımcıların risk alma düzeyleri ne olursa olsun hisse senedini alma kararı verebildikleri görülmektedir.

H<sub>10</sub>: Kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 29: Bireysel Yatırımcılarda Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	19,376 <sup>a</sup>	16	,250
Likelihood Ratio	19,577	16	,240
Linear-by-Linear Association	,817	1	,366
N of Valid Cases	220		

a. 11 cells (44,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,77.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile günü birlik yatırım kararı almaya ilişkin 11.soru incelendiğinde Tablo 29 elde edilmektedir.

Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,250$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>10</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcının kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Frekans dağılımında kayıptan kaçınma yanlılığı gösterenlerin büyük çoğunluğunun günü birlik yatırım kararı almaktan kaçındığı ve sağladığı varsayılan avantajlara katılmadığı, kayıptan kaçınma yanlılığı göstermeyenlerde ise bu oranın yarı yarıya dağıldığı görülmüştür.

H<sub>10</sub>: Kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 30: Kurumsal Yatırımcılarda Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	34,497 <sup>a</sup>	16	,005
Likelihood Ratio	33,188	16	,007
Linear-by-Linear Association	8,557	1	,003
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,03.

Anketin 2. bölümünde yer alan risk alma eğilimine yönelik 12. soru ile günü birlik yatırım kararı almaya ilişkin 11.soru incelendiğinde Tablo 30 elde edilmektedir.

Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,005$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>10</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcının kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında, kayıptan kaçınma yanlılığı gösterenlerin büyük çoğunluğunun günü birlik yatırım kararı almayı tercih ettiği ve sağladığı varsayılan avantajlara katıldığı, kayıptan kaçınma yanlılığı göstermeyenlerin büyük çoğunluğunun ise günü birlik yatırım kararı almayı tercih etmediği ve sağladığı varsayılan avantajlara katılmadığı görülmektedir.

Hipotez bireysel yatırımcılar için reddedilirken kurumsal yatırımcılar için kabul edilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişki açısından farklılık bulunmaktadır.

H<sub>11</sub>: “Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 31: Bireysel Yatırımcılar Açısından Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirme Davranışı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	23,345 <sup>a</sup>	16	,105
Likelihood Ratio	25,052	16	,069
Linear-by-Linear Association	5,322	1	,021
N of Valid Cases	220		

a. 12 cells (48,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,18.

Anketin 2. bölümünde yer alan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımı sürekli gözden geçirmekle ilgili 10. soru ile günü birlik yatırım kararı almaya ilişkin 11.soru incelendiğinde Tablo 31 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,105$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>11</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcı açısından “Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Verilen yanıtlara ilişkin frekans dağılımında bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunun bu görüşe katılsalar dahi günü birlik yatırım yapmayı tercih etmedikleri görülmektedir.



H<sub>11</sub>: “Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 32: Kurumsal Yatırımcılar Açısından Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirme Davranışı ile Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	19,200 <sup>a</sup>	16	,258
Likelihood Ratio	19,558	16	,241
Linear-by-Linear Association	,679	1	,410
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,03.

Anketin 2. bölümünde yer alan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımı sürekli gözden geçirmekle ilgili 10. soru ile günü birlik yatırım kararı almaya ilişkin 11.soru incelendiğinde Tablo 32 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,258$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için H<sub>11</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcı açısından “Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Frekans dağılımında kurumsal yatırımcıların çoğunluğunun bu görüşe katılsalar dahi günü birlik yatırım yapmayı tercih etmedikleri görülmektedir.

H<sub>12</sub>: Ev yanlılığı ile bireysel yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 33: Ev Yanlılığı ile Bireysel Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	28,897 <sup>a</sup>	16	,025
Likelihood Ratio	31,230	16	,013
Linear-by-Linear Association	13,071	1	,000
N of Valid Cases	220		

a. 13 cells (52,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,16.

Anketin 2. bölümünde yer alan ev yanlılığına ilişkin 8. soru ile risk alma eğilimine ilişkin 12. soru incelendiğinde Tablo 33 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,025$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>12</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcı açısından ev yanlılığı ile yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında risk alabilen yatırımcıların portföylerini oluştururken yerli ya da yabancı yatırım aracı ayrımı yapmadıkları görülmektedir.

H<sub>12</sub>: Ev yanlılığı ile kurumsal yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 34: Ev Yanlılığı ile Kurumsal Yatırımcının Risk Alma Eğilimi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	24,870 <sup>a</sup>	16	,072
Likelihood Ratio	16,996	16	,386
Linear-by-Linear Association	3,827	1	,050
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,02.

Anketin 2. bölümünde yer alan ev yanlılığı eğilimine ilişkin 8. soru ile risk alma eğilimine ilişkin 12. soru incelendiğinde Tablo 33 elde edilmektedir. Chi-Square testi

sonucu elde edilen  $p = 0,072$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için  $H_{12}$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurumsal yatırımcı açısından ev yanlılığı ile yatırımcının risk alma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Frekans dağılımında kurumsal yatırımcıların risk almaktan kaçınırsalar dahi yerli ya da yabancı yatırım aracı ayırımı yapmadıkları görülmektedir.

Hipotez bireysel yatırımcılar için kabul edilirken, kurumsal yatırımcılar için reddedilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişki açısından farklılık bulunmaktadır.

$H_{13}$ : Yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 35: Bireysel Yatırımcı Açısından Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan Daha fazla Önem Verme Eğilimi İle %20 Kaybettiren ya da %20 Kazandıran Yatırımı Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	16,627 <sup>a</sup>	16	,410
Likelihood Ratio	18,368	16	,303
Linear-by-Linear Association	,022	1	,882
N of Valid Cases	220		

a. 13 cells (52,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,71.

Anketin 2. bölümünde yer alan yatırımda meydana gelebilecek olası kayba ya da kazanca daha fazla önem verme eğilimine yönelik 14.soru ile 3.bölümde yer alan %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı ilişkin 2. soru incelendiğinde Tablo 35 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,410$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden büyük olduğu için  $H_{12}$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel yatırımcı açısından yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir

ilişki bulunmamaktadır. Frekans dağılımında bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunun % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmüştür.

H<sub>13</sub>: Yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

**Tablo 36: Kurumsal Yatırımcı Açısından Yatırımda Meydana Gelebilecek Olası Kayba Kazançtan Daha fazla Önem Verme Eğilimi İle %20 Kaybettiren ya da %20 Kazandıran Yatırımı Elden Çıkarma Kararı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	30,551 <sup>a</sup>	16	,015
Likelihood Ratio	23,685	16	,097
Linear-by-Linear Association	1,063	1	,303
N of Valid Cases	58		

a. 21 cells (84,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,05.

Anketin 2. bölümünde yer alan yatırımda meydana gelebilecek olası kayba ya da kazançta daha fazla önem verme eğilimine yönelik 14.soru ile 3.bölümde yer alan %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı ilişkin 2. soru incelendiğinde Tablo 36 elde edilmektedir. Chi-Square testi sonucu elde edilen  $p = 0,015$  değeri anlamlılık sınırı olan  $p = 0.05$  değerinden küçük olduğu için H<sub>13</sub> hipotezi kabul edilmiştir .Bu sonuca göre kurumsal yatırımcılar açısından yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20 kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Frekans dağılımında olası kayba daha fazla önem verenlerin tamamına yakını kazandıran yatırımı elden çıkarmayı tercih ederken, olası kazançta önem verenlerin büyük çoğunluğunun kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmüştür.

Hipotez bireysel yatırımcılar için reddedilirken kurumsal yatırımcılar için kabul edilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişki açısından farklılık bulunmaktadır.

## Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler ve Yatırım Kararları ile Bireysel-Kurumsal Yatırımcıların İlişkisine Yönelik Bulgular

H<sub>1</sub>: Bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım yapma süresi açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 37: Yatırım Yapma Süresi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

Yatırım Yapma Süresi	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	132,44
	kurumsal yatırımcı	58	166,29
	Toplam	278	

	Yatırım Yapma Süresi
Mann-Whitney U	4826,000
Wilcoxon W	29136,000
Z	-3,171
Asymp. Sig. (2-tailed)	,002

a. Grouping Variable : Yatırımcı türü

Yatırım yapma süresine ilişkin ikinci bölümdeki 4. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,002$  değeri elde edilmiş ve H<sub>1</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım yapma süresi açısından farklılık göstermektedir.

Genel eğilim açısından kurumsal yatırımcılarda uzun vadeli yatırımı hedefleyenlerin daha büyük bir çoğunluğu oluşturduğu görülmektedir.

H<sub>2</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar çeşitlendirme etkisiyle portföyde farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 38: Çeşitlendirme Etkisi ve Yatırımcı Türü İlişisinin İncelenmesi**

Çeşitlendirme Etkisi ile Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	126,84
	kurumsal yatırımcı	58	187,53
	Toplam	278	

	Çeşitlendirme Etkisi ile Farklı Yatırım Araçlarına Yer Verme
Mann-Whitney U	3594,500
Wilcoxon W	27904,500
Z	-5,479
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a . Grouping Variable: Yatırımcı türü

Çeşitlendirme etkisine ilişkin ikinci bölümdeki 5. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,000$  değeri elde edilmiş ve H<sub>2</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar çeşitlendirme etkisiyle portföyde farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı açısından farklılık göstermektedir.

Kurumsal yatırımcıların çeşitlendirme etkisinden bireysel yatırımcılara kıyasla daha büyük bir oranda yararlandıkları görülmektedir.

H<sub>3</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 39: Portföy Getirisinin Kısa Dönemli Değişkenliği ve Yatırımcı Türü İlişkisinin incelenmesi**

portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	133,38
	kurumsal yatırımcı	58	162,72
	Toplam	278	

	portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum
Mann-Whitney U	5033,000
Wilcoxon W	29343,000
Z	-2,755
Asymp. Sig. (2-tailed)	,006

a. Grouping Variable: Yatırımcı türü

Portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutuma ilişkin ikinci bölümdeki 6. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,006$  değeri elde edilmiş ve H<sub>3</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine yönelik tutum açısından farklılık göstermektedir.

Kurumsal yatırımcılarda bireysel yatırımcılara oranla daha büyük bir çoğunluğun kısa dönemli değişkenliği göz ardı edebildiği görülmektedir.

H<sub>4</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar kayıptan kaçınma yanlılığı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 40: Kayıptan Kaçınma Yanlılığı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

Kayıptan kaçınma yanlılığı	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	139,34
	kurumsal yatırımcı	58	140,12
	Toplam	278	

	Kayıptan kaçınma yanlılığı
Mann-Whitney U	6344,000
Wilcoxon W	30654,000
Z	-,070
Asymp. Sig. (2-tailed)	,944

a. Grouping Variable: Yatırımcı türü

Kayıptan kaçınma yanlılığına ilişkin ikinci bölümdeki 7. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,944$  değeri elde edilmiş ve H<sub>4</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar kayıptan kaçınma yanlılığı açısından farklılık göstermemektedir.

Genel eğilimin kaybeden yatırımı elde tutma şeklinde olduğu görülmektedir.

H<sub>5</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar ev yanlılığı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 41: Ev yanlılığı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

Ev Yanlılığı	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	136,73
	kurumsal yatırımcı	58	150,01
	Toplam	278	



	Ev yanlılığı
Mann-Whitney U	5770,500
Wilcoxon W	30080,500
Z	-1,222
Asymp. Sig. (2-tailed)	,222

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Ev yanlılığına ilişkin ikinci bölümdeki 8. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,222$  değeri elde edilmiş ve  $H_5$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar ev yanlılığı açısından farklılık göstermemektedir.

Genel eğilimin yatırım yaparken yerli-yabancı ayrımına gitmemek şeklinde olduğu görülmektedir.

$H_6$  : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 42: Finansal Piyasalara İlişkin Haber, Yorum ve Tahminlere Göre Yatırım Kararı Alma Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	137,21
	kurumsal yatırımcı	58	148,17
	Toplam	278	

	finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi
Mann-Whitney U	5877,000
Wilcoxon W	30187,000
Z	-1,029
Asymp. Sig. (2-tailed)	,303

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimine ilişkin ikinci bölümdeki 9. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,303$  değeri elde edilmiş ve  $H_6$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi açısından farklılık göstermemektedir.

Hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılarda büyük çoğunluk yatırım kararlarını finansal piyasalara yönelik haberlerin etkilediği şekilde yanıt vermektedir.

$H_7$  : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar “ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 43: “Ekonomi Haberlerini Günü Gününe Takip Etmek Ve Yatırımları Sürekli Gözden Geçirmek İleride Gerçekleşmesi Olası Kayıplardan Korunmayı Sağlar.” Görüşü ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

“ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.”	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	137,83
	kurumsal yatırımcı	58	145,84
	Toplam	278	

	“ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.”
Mann-Whitney U	6012,500
Wilcoxon W	30322,500
Z	-,746
Asymp. Sig. (2-tailed)	,455

a. Grouping Variable: Yatırımcı Türü

“Ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşüne ilişkin ikinci bölümdeki 10. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,455$  değeri elde edilmiş ve  $H_7$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar “ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirmek ileride gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.” görüşü açısından farklılık göstermemektedir. Genel eğilim bu görüşe katılmak şeklindedir.

$H_8$  : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar günü birlik yatırım kararı alma davranışı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 44: Günü Birlik Yatırım Kararı Alma Davranışı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

günü birlik yatırım kararı alma davranışı	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	137,77
	kurumsal yatırımcı	58	146,07
	Toplam	278	

	günü birlik yatırım kararı alma davranışı
Mann-Whitney U	5999,000
Wilcoxon W	30309,000
Z	-,738
Asymp. Sig. (2-tailed)	,461

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Günü birlik yatırım kararı alma davranışı ilişkin ikinci bölümdeki 11. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,461$  değeri elde edilmiş ve  $H_8$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar günü birlik yatırım kararı alma davranışı açısından farklılık göstermemektedir. Yanıtlara ilişkin frekans dağılımında günü birlik yatırım yapmayı tercih etmeyenlerin çoğunluğu oluşturduğu görülmektedir.

$H_9$  : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar risk alma eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 45: Risk Alma Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

Risk alma eğilimi	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	131,36
	kurumsal yatırımcı	58	170,38
	Toplam	278	

	Risk alma eğilimi
Mann-Whitney U	4589,000
Wilcoxon W	28899,000
Z	-3,435
Asymp. Sig. (2-tailed)	,001

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Risk alma eğilimine ilişkin ikinci bölümdeki 12. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,001$  değeri elde edilmiş ve  $H_9$

hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar risk alma eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

Kurumsal yatırımcılarda risk almayı tercih edenlerin, bireysel yatırımcılarda ise risk almaktan kaçınanların ağırlıkta olduğu görülmektedir.

$H_{10}$  : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 46: Piyasalardaki Günlük Dalgalanmalara Yönelik Tutum ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	135,63
	kurumsal yatırımcı	58	154,19
	Toplam	278	

	piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum
Mann-Whitney U	5528,000
Wilcoxon W	29838,000
Z	-1,670
Asymp. Sig. (2-tailed)	,095

a. Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutuma ilişkin ikinci bölümdeki 13. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,095$  değeri elde edilmiş ve  $H_{10}$  hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum açısından farklılık göstermemektedir.

Genel eğilim piyasadaki dalgalanmalara rağmen yatırıma devam etmek şeklindedir.

H<sub>11</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 47: Olası Kayba Kazançtan Daha Fazla Önem Verme Eğilimi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	138,35
	kurumsal yatırımcı	58	143,86
	Toplam	278	

	olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi
Mann-Whitney U	6127,000
Wilcoxon W	30437,000
Z	-,488
Asymp. Sig. (2-tailed)	,626

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimine ilişkin ikinci bölümdeki 14. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,626$  değeri elde edilmiş ve H<sub>1</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi açısından farklılık göstermemektedir.

Genel eğilim yatırımın olası kazancına daha fazla önem vermek şeklindedir.

H<sub>12</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 48: %50-%50 Olasılıklı Teklifin Değerlendirilmesi ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

%50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	144,96
	kurumsal yatırımcı	58	118,78
	Toplam	278	

	%50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi
Mann-Whitney U	5178,000
Wilcoxon W	6889,000
Z	-2,353
Asymp. Sig. (2-tailed)	,019

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

%50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesine ilişkin üçüncü bölümdeki 1. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu p=0,019 değeri elde edilmiş ve H<sub>12</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi açısından farklılık göstermektedir.

Kurumsal yatırımcılar arasında teklifin, bireysel yatırımcılara kıyasla daha büyük bir çoğunluk tarafından kabul edildiği görülmektedir.

H<sub>13</sub>: Bireysel ve kurumsal yatırımcılar %20 kazandıran ya da % 20 kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 49: %20 Kazandıran ya da %20 Kaybettiren Yatırım Aracını Elden Çıkarma Kararı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

%20 kazandıran ya da %20 kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	135,47
	kurumsal yatırımcı	58	154,78
	Toplam	278	

	%20 kazandıran ya da %20 kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı
Mann-Whitney U	5494,000
Wilcoxon W	29804,000
Z	-1,689
Asymp. Sig. (2-tailed)	,091

a . Grouping Variable: Yatırımcı Türü

%20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararına ilişkin ikinci bölümdeki 2. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,091$  değeri elde edilmiş ve H<sub>13</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar %20 kazandıran ya da % kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı açısından farklılık göstermemektedir.

Genel eğilim %20 kaybettiren yatırım aracını elden çıkarmak şeklindedir.



H<sub>14</sub>: Bireysel ve kurumsal yatırımcılar sürü davranışı açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 50: Sürü Davranışı ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

Sürü Davranışı	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	135,46
	kurumsal yatırımcı	58	154,81
	Toplam	278	

	Sürü Davranışı
Mann-Whitney U	5492,000
Wilcoxon W	29802,000
Z	-1,728
Asymp. Sig. (2-tailed)	,084

a. Grouping Variable: Yatırımcı Türü

Sürü davranışına ilişkin ikinci bölümdeki 4. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,084$  değeri elde edilmiş ve H<sub>14</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar sürü davranışı açısından farklılık göstermemektedir.

Yatırımcıların genel eğilimi piyasanın habere tepkisi doğrultusunda hareket etmek yönündedir.

H<sub>15</sub> : Bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma açısından farklılık göstermektedir.

**Tablo 51: İçeriden Edinilen Bilgiye (duyuma) Dayalı Yatırım Kararı Alma ve Yatırımcı Türü İlişkisinin İncelenmesi**

İçeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma	Yatırımcı Türü	N	Mean Rank
	bireysel yatırımcı	220	137,55
	kurumsal yatırımcı	58	146,91
	Toplam	278	

	İçeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma
Mann-Whitney U	5950,500
Wilcoxon W	30260,500
Z	-,868
Asymp. Sig. (2-tailed)	,385

a. Grouping Variable: Yatırımcı Türü

İçeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı almaya ilişkin üçüncü bölümdeki 5. soru yatırımcı türleri açısından incelendiğinde Mann-Whitney U testi sonucu  $p=0,385$  değeri elde edilmiş ve H<sub>15</sub> hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alma açısından farklılık göstermemektedir.

Yatırımcıların büyük çoğunluğunun hisse senedini almaktan yana tercih yaptığı görülmektedir.

#### 4.9.4.Araştırmadan Elde Edilen Sonuçlar

Bu araştırmadan elde edilen bulgular ışığında ankete katılan bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından şu sonuçlara varmak mümkündür.

- Kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından ya hep ya hiç şeklinde tanımlayabileceğimiz teklifi risk almayı seçen yatırımcıların olumlu değerlendirdiği görülmüştür. Risk sever yatırımcı mevcut yatırımın  katı bir getiri karşısında hepsini kaybetmeyi göze alabilecek cesarete sahip gözükmektedir. Bunda nceki kazanca bağlı olarak daha fazla risk alma eğiliminin de etkisi olabileceği düşünülmektedir. İleride lehine gelişebilecek bir teklifi reddetmiş olmanın pişmanlığını yaşamak istemeyen yatırımcı bu nedenle teklife olumlu yaklaşmış olabilir.
- Kurumsal ve bireysel yatırımcıların finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminleri değerlendirmeye alsalar da almasalar da büyük çoğunlukla piyasanın tepkisi doğrultusunda hareket etmeyi yeğledikleri görülmektedir. Yatırım kararlarını mevcut bilgiden ziyade o bilginin piyasa tarafından yorumlanış şekline göre almaktadırlar. Sürü davranışının çoğunluğun sesini dinlemek olduğu düşünülecek olursa hata yapmaktan kaçınan yatırımcıların kendi inisiyatifleri doğrultusunda karar almak yerine piyasanın doğru kararı vereceği düşüncesiyle hareket ettikleri düşünülebilir. Bunda başarıları kendisine, hataları başkasına yansıtmak şeklinde tanımlanan yükleme önyargısının da payı olabilir.
- Bireysel yatırımcıların risk alma düzeyine paralel olarak çeşitlendirmeyi tercih ettikleri gözlemlenirken, kurumsal yatırımcıların bunu her risk düzeyinde tercih ettikleri görülmüştür. Bunda profesyonel piyasa oyuncularının çeşitlendirmeyi temel alan bir yatırım tarzı izlemelerinin payı olabileceği düşünülmektedir.
- Kurumsal ve bireysel yatırımcıların uzun dönemli yatırım kararlarında portföyde meydana gelebilecek önemli iniş ıkışları göz ardı edebileceği görülmektedir. Bunda kayıptan kaçınma yanlılığı nedeniyle kaybı realize etmenin istenmemesinin de etkisi olabilir. Uzun vadede istenen performansın yakalanabileceğine güvenen yatırımcı kısa dönemli dalgalanmalardan endişe duymuyor olabilir.
- Ankete katılan bireysel ve kurumsal yatırımcıların literatürde belirtilenin aksine kayıptan kaçınma yanlılığı gösterseler dahi % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmüştür.

Kayıptan kaçınma yanlılığı gösteren yatırımcıda görülen davranış tarzı olan kayıpla yüzleşmekten kaçınarak kazananı elden çıkarıp kaybedeni elde tutmak yerine kaybeden yatırımı elden çıkarmayı tercih etmektedirler. Kaybeden yatırımı elde tutarak portföyün getirisinin azalışına seyirci kalmak yerine daha rasyonel bir şekilde hareket ederek kaybedeni derhal elden çıkarıp daha kazançlı gördükleri alternatiflere yönelmeyi tercih ediyor olabilirler.

- Bireysel yatırımcılar her risk düzeyinde kayıptan kaçınma yanlılığı sergilerken, kurumsal yatırımcılarda ise bu yanlılığın daha çok risk almayı tercih etmeyen ya da düşük riskli yatırımlara yönelenlerde ortaya çıktığı görülmüştür. Bireysel yatırımcının aldığı risk ne düzeyde olursa olsun kaybın getirdiği sıkıntıyı ve onunla yüzleşmekten duyduğu korkuyu aynı derecede hissettiği ve bu nedenle genel eğilimin bu yönde kendini gösteriyor olabileceği düşünülmektedir. Kurumsal yatırımcıların ise aşırı güvenin verdiği mutlak kazanç beklentisiyle riski olduğundan düşük algılayarak kayıpla yüzleşme korkusu hissetmiyor olmaları mümkündür.

- Risk almayı tercih eden bireysel ve kurumsal yatırımcıların büyük çoğunluğunun olası kazanç, risk almayan ya da düşük riskli yatırımlara yönelenlerin büyük çoğunluğunun ise olası kayba daha fazla önem verdikleri görülmektedir. Riskten kaçınan yatırımcı hata yapmaktan çekinerek, literatürde belirtildiği üzere zarara uğramanın getireceği üzüntünün kazancın getireceği sevincin yanında çok daha baskın çıkacağını düşünerek bu şekilde davranıyor olabilir. Risk sever yatırımcı ise yüksek getiri yüksek riske girerek elde edilir düşüncesinden hareketle kazanç odaklı yatırım kararı alıyor olabilir.

- Risk almayı tercih eden bireysel yatırımcıların çoğunluğu içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı olarak hisse senedini almayı tercih ederken, kurumsal yatırımcılar açısından her risk düzeyinde bu eğilim görülmektedir. Profesyonel portföy yöneticileri aşırı güvenin de etkisi ile bilgiye (duyuma) dayalı hareket etmeyi tercih ederken, bireysel yatırımcılar açısından riske girmek istemeyenlerin daha temkinli davranarak satın almaktan kaçındığı görülmektedir. Risk alabilen bireysel yatırımcı ile her risk düzeyindeki kurumsal yatırımcı bilgiyi (duyumu) pozitif olarak değerlendirip satın almaya yönelirken; risk almak istemeyen bireysel yatırımcı bu bilgiye ihtiyatlı yaklaşım tepkisiz kalmaktadır.

- Bireysel yatırımcılar açısından kayıptan kaçınma yanlılığı göstermeyenler, kurumsal yatırımcılar açısından ise kayıptan kaçınma yanlılığı gösterenlerin günü

birlik yatırım kararı aldıkları görülmektedir. Kayıptan kaçınma yanlılığı gösteren bireysel yatırımcılar günü birlik yatırımı riskli bularak, hata yapma olasılığını artırabileceğini düşünerek tercih etmiyor olabilirler. Kaybı realize etmek istemediklerinden günü birlik yatırım yapmak yerine beklemeyi tercih ettikleri düşünülebilir. Kaybeden yatırımı elden çıkarmakta tereddüt etmeyen yatırımcılar ise günü birlik yatırımı tercih etmektedir. Kurumsal yatırımcılarda ise tam tersi bir durum görülmektedir. Kayıptan kaçınma yanlılığı gösteren kurumsal yatırımcılar her an portföyde bir düşüş olabileceği endişesi ile muhtemel bir kayıpla yüzleşmek yerine günü birlik yatırıma yönelerek piyasadaki dalgalanmalardan yararlanmayı hedefliyor olabilirler. Kaybedeni elden çıkarmakta zorluk çekmeyen kurumsal yatırımcıların ise böyle bir endişe taşımadıklarından piyasa dalgalanmalarından korunmak amacıyla günü birlik yatırım yapmaya yönelmedikleri düşünülebilir.

- Hem kurumsal hem de bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunun ekonomi haberlerini takip etmek ve yatırımı sürekli gözden geçirmenin olası kayıplardan koruduğu görüşüne inansalar dahi günü birlik yatırım yapmayı tercih etmedikleri görülmüştür. Günü birlik yatırım yapmaya sevk eden başka faktörlerle (aşırı güven vb) desteklenmediği müddetçe bu yolun tercih edilmeyeceği düşünülebilir. Uzun vadede kaybını telafi edebileceğini düşünen yatırımcı, haberlere önem verse dahi günü birlik yatırım kararı almak istemiyor olabilir.

- Bireysel yatırımcıların olası kayba önem verseler dahi % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmektedir. Kurumsal yatırımcılarda ise olası kayba önem verenlerin kazandıran yatırımı, kazanca önem verenlerin büyük çoğunluğunun ise kaybettiren yatırımı elden çıkarmayı tercih ettikleri görülmektedir. Bireysel yatırımcılar genel olarak yatırım kararı alırken kayıp olasılığına daha fazla önem verseler de kayıp gerçekleştiğinde onu elde tutarak adeta yok sayma çabasına düşmemektedirler. Bu durum bireysel yatırımcıların olası kayba önem verseler bile mevcut durumla yüzleşerek daha rasyonel bir davranış gösterdikleri şeklinde yorumlanabilir. Bireysel yatırımcılarda genel eğilim kaybeden yatırımı elden çıkarmak şeklinde iken kurumsal yatırımcıların bir bölümünün kaybeden yatırımı elde tutarak yatkinlik etkisi gösterdiği görülmektedir. Bu eğilimi gösteren kurumsal yatırımcıların profesyonel anlamda portföy yönetirken hata yapmış olduklarını kabul etmekten kaçınarak kaybı realize etmek istemedikleri düşünülebilir

- Bireysel yatırımcılarda risk alabilenler ev yanlılığı eğilimi göstermezken, kurumsal yatırımcıların risk almaktan kaçınmalar dahi yerli ya da yabancı ayırımına gitmeksizin kurumsal portföyde her ikisine de yer verdikleri görülmektedir. Risk almak istemeyen bireysel yatırımcıların aksine kurumsal yatırımcılar risk algılamasında yerli ya da yabancı ayırımına gitmemektedirler.
- Yatırımcı türleri arasında yatırım yapma süresi bakımından farklılık bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar uzun vadeli yatırımı daha büyük çoğunlukla tercih etmektedir.
- Çeşitlendirme etkisine başvurma eğilimi yatırımcı türlerine göre farklılık göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar bunun önemini daha fazla bilincinde olarak bireysel yatırımcılara kıyasla büyük çoğunlukla bu yola başvurmaktadırlar.
- Portföy getirisinin kısa dönemli değişkenliğine ilişkin tutum yatırımcı türlerine göre farklılık göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara kıyasla daha büyük bir çoğunlukla bu değişkenliği göz ardı etmeyi seçmektedir. Bireysel yatırımcının kayıptan kaçınma yanlılığı nedeni ile tedirgin olması mümkünken, kurumsal yatırımcı aşırı güvenin ve muhafaza yanlılığının da etkisiyle göz ardı ediyor olabilir.
- Kurumsal yatırımcılar ve bireysel yatırımcılar risk alma eğilimi bakımından farklılık göstermektedir. Aşırı güven yanlılığının görüldüğü kesim olan profesyonel piyasa oyuncularını arasında risk alabilenler çoğunluğu oluştururken, bireysel yatırımcılarda çoğunluğu risk almaktan kaçınanların oluşturduğu görülmektedir.
- %50- %50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi yatırımcı türlerine göre farklılık göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar riski olduğundan düşük algılamalarına neden olan güven yanlılığı ile teklifi daha büyük oranda kabul etmiş olabilirler. Teklifi kabul etmeyen bireysel yatırımcılar ise muhtemel bir kaybın getireceği üzüntü duygusunu yaşamak istememiş olabilirler. Aşırı iyimserlik önyargısı da teklifin kabul edilmesinde rol oynamış olabilir. Teklifi kabul edenler hedonik düzeltme olarak tanımlanan önceki kazanca bağlı olarak daha fazla risk alma şeklinde bir hareket tarzı benimsemiş olabilirler.

- Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında kayıptan kaçınma yanlılığı, ev yanlılığı, finansal piyasalara yönelik haberler doğrultusunda yatırım yapma davranışı, ekonomi haberlerini sürekli takip etmek ve yatırımı sürekli gözden geçirmenin kayıplardan koruduğu görüşünün değerlendirilmesi, günü birlik yatırım kararı alma, piyasadaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum, olası kayba ya da kazanca önem verme, kazandıran ya da kaybettiren yatırım aracını elden çıkarma kararı, sürü davranışı ve içeriden edinilen bilgiye ( duyuma ) dayalı yatırım kararı alma konusunda farklılık bulunmamaktadır. Bu faktörler söz konusu olduğunda bireysel yatırımcılar ile profesyonel portföy yöneticisi olan kurumsal yatırımcıların benzer tutumlar ve yatırımtarzları benimsedikleri görülmektedir.

## 5.SONUÇ

Geleneksel finans teorisinde yer alan etkin piyasa teorisi ve rasyonel yatırımcı kavramı piyasada yaşanan anomalileri açıklamakta yetersiz kalmış ve sınırlı rasyonellik kavramından yola çıkarak insan davranışlarının bilişsel noksanlıklar, psikolojik ve duygusal faktörler sebebiyle sınırlı bir rasyonaliteye sahip olduğunu ifade eden davranışsal finans teorisi ortaya çıkmıştır.

Rasyonellikten uzak yatırımcı davranışları piyasayı etkilemekte, belirsizlik ve risk ortamında yatırımcıların karar vermesini daha da güçleştirebilmektedir. Sözü edilen davranışsal faktörlere temeli bilgi asimetrisine dayanan içeriden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon, spekülasyon ve temsilcilik sorunu gibi unsurlar da eklendiğinde yatırımcının karşısına çok daha karmaşık, bilinmezlerle dolu bir ortam çıkmaktadır. Bu karmaşık ve güvensizliğin hakim olduğu piyasaları açık, şeffaf yönetim anlayışı, doğru bilginin yatırımcılara süratle ulaştırılması ve etkin işleyen bir denetim mekanizmasının daha etkin bir hale getirebileceği ifade edilmektedir.

Literatürde kurumsal yatırımcıların ne kadar profesyonel olsalar da tıpkı bireysel yatırımcılar gibi rasyonellikten uzak davranışlar sergileyebildikleri ifade edilmektedir. Ancak toplumdaki genel kanıya göre mevcut karmaşık yapıda bu alanda eğitilmiş ve deneyimli olan kurumsal yatırımcıların yeni bilgiye hızla ve kolayca ulaşabilmeleri ve onu doğru yorumlayabilecek kapasiteye sahip olmaları nedeniyle bireysel yatırımcılara göre daha avantajlı bir pozisyona sahip oldukları varsayılmaktadır.

Bu olgulardan hareketle yatırımcı davranışını etkileyen faktörlerin yatırım kararlarını nasıl şekillendirdiğini tespiti yönelik bir çalışma hedeflenmiştir. Bireysel yatırımcı şahsi portföyünü değerlendirirken, kurumsal yatırımcı profesyonel anlamda portföy yönetirken izledikleri ve çalışmada yer alan belirli faktörlerin yönlendirdiği davranış kalıpları ya da yatırım tarzları arasında farklılık bulunup bulunmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.



Araştırmanın amacına uygun olarak yatırım davranışlarını etkileyen faktörlerle yatırım kararları arasındaki ilişkiyi ölçmek için anket yöntemine başvurulmuştur. Bireysel ve kurumsal yatırımcılara uygulanan bu anket çalışması sayesinde ikisi arasındaki benzerlikler ve farklılıklar tespit edilmeye çalışılmıştır.

Hipotezlerin değerlendirilmeleri sonucunda, yatırımcı davranışını etkileyen ve yatırım süresi, çeşitlendirme etkisi, piyasa dalgalanmaları, risk, kayıptan kaçınma yanlılığı, ev yanlılığı, ekonomik ve siyasal gelişmeler, medya/bilgi kaynakları olarak belirlenen faktörlerle yatırım kararları arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir. Böylece ana hipotez kabul edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen ana hipoteze destek vermek amacıyla geliştirilen alt hipotezlerin sonuçlarına bakıldığında, kurumsal yatırımcılarla bireysel yatırımcılar arasında aynı değişkenler arasındaki ilişkiler açısından bir takım farklılıklar ve ortak noktalar tespit edilmiştir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından risk alma eğilimi ve %50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi, yatırım yapma süresi ile portföy getirisinin değişkenliğine yönelik tutum, risk alma eğilimi ile yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi, risk alma ve içeriden edinilen bilgiye dayanarak yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu görülmüştür.

Kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından finansal piyasalara ilişkin haber, yorum ve tahminlere göre yatırım kararı alma eğilimi ile sürü davranışı, kayıptan kaçınma yanlılığı ile kazandıran ya da kaybettiren yatırımı elden çıkarma kararı, ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları sürekli gözden geçirme davranışı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Portföyde çeşitlendirme etkisiyle farklı yatırım araçlarına yer verme davranışı ile risk alma eğilimi, ev yanlılığı ile risk alma eğilimi arasında bireysel yatırımcılar açısından anlamlı bir ilişki bulunurken, kurumsal yatırımcılar açısından ise bulunmadığı görülmüştür. Kayıptan kaçınma yanlılığı ile risk alma eğilimi ve kayıptan kaçınma yanlılığı ile günü birlik yatırım kararı alma davranışı arasında kurumsal yatırımcılar için anlamlı bir ilişki mevcutken, bireysel yatırımcılar açısından mevcut değildir. Benzer şekilde yatırımda meydana gelebilecek olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi ile %20 kaybettiren ya da % 20

kazandıran yatırımı elden çıkarma kararı arasında kurumsal yatırımcılar açısından anlamlı bir ilişki bulunmakta iken bireysel yatırımcılar açısından anlamlı bir ilişki bulunmadığı görülmüştür.

Araştırmaya ilişkin diğer sonuçlara göre bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında yatırım yapma süresi, çeşitlendirme etkisi, portföyün kısa dönemli değişkenliğine ilişkin tutum, risk alma eğilimi,%50-%50 olasılıklı teklifin değerlendirilmesi, sürü davranışı açısından farklılık bulunduğu görülmüştür.

Kayıptan kaçınma eğilimi, ev yanlılığı, medyada çıkan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımları gözden geçirme davranışı, günü birlik yatırım kararı alma, piyasalardaki günlük dalgalanmalara yönelik tutum, olası kayba kazançtan daha fazla önem verme eğilimi, %20 kazandıran ya da % 20 kaybettiren yatırımın elden çıkarma kararı, içeriden edinilen bilgiye ya da duyuma dayalı yatırım kararı alma davranışı açısından bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında farklılık bulunmadığı görülmüştür.

Bu araştırmadan elde edilen bulgular ışığında ankete katılan bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından şu sonuçlara varmak mümkündür.

- Kurumsal yatırımcılarda risk alabilenlerin, bireysel yatırımcılarda ise riskten kaçınanların çoğunluğu oluşturduğu görülmektedir.
- Kurumsal ve bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğu bilgiyi kendi inisiyatifleri doğrultusunda yorumlayıp karar almak yerine piyasanın tepkisine göre hareket etmeyi seçmektedirler.
- Her iki grubun da kaybeden ya da kazandıran yatırımın elden çıkarılması kararında kayıpla yüzleşmekten kaçınma eğilimi gösterebilirler dahi kaybeden yatırımdan yana tercih yaptıkları görülmüştür. Bu, kayıptan kaçınma yanlılığı gösteren yatırımcıdan beklenmeyen bir davranış tarzıdır.
- Kurumsal yatırımcılar her risk düzeyinde içeriden edinilen bilgiye (duyuma) dayalı yatırım kararı alabilirken, bireysel yatırımcılarda risk alabilenler bu yönde hareket etmektedirler.
- Kurumsal yatırımcılar yatırım yapacakları araca ilişkin risk algılamasında yerli ya da yabancı ayırımına gitmemektedirler.

- Her iki grupta da risk almayı tercih edenlerin ağırlıklı olarak yatırımın olası kazancına, risk almayan ya da düşük riski tercih edenlerin ise ağırlıklı olarak yatırımın olası kaybına önem verdikleri görülmektedir.

Tüm bu edinilen verilerin ışığında ister bireysel portföy ister profesyonel olarak portföy yönetiyor olsunlar, bireysel ve kurumsal yatırımcıların çalışmada yer alan faktörlere bağlı olarak ortaya koydukları yatırım tarzlarında benzerlikler ve farklılıklar bulunduğu görülmektedir.

Bazı açılardan bireysel yatırımcılar daha rasyonel bir tavır sergilerken bazı konularda profesyonel yatırımcıların deneyim ve bilgi birikiminin onları daha avantajlı konuma geçirdiği görülmektedir. Her iki grubun ortak tutum ve davranışlar sergileyerek benzer kararlar aldığı durumlar da bulunmaktadır. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında benzerlik ve farklılık gösteren bu noktaların bilinmesi yoluyla onları rasyonel davranmaktan uzaklaştıran unsurların bertaraf edilmesinin de yolu açılacaktır. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların bir yandan piyasaları daha güvenli kılacak girişimlerin artırılması yoluyla diğer yandan eğitim faaliyetleri, medya vb unsurların da desteği ile yeterli düzeyde bilinçlendirildikleri takdirde daha rasyonel ve etkin hareket eden, finansal piyasalarda arzu edilen derinliği sağlamak adına daha katılımcı birer piyasa oyuncusu haline gelmeleri mümkün olabilecektir.

## KAYNAKÇA

- Akerlof, George. "Market For Limons".  
[http://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Market\\_for\\_Lemons](http://en.wikipedia.org/wiki/The_Market_for_Lemons), [15.03.2007].
- \_\_\_\_\_.ve Diğ. **Explorations In Pragmatic Economics**.Oxford:Oxford University Press,2005,
- Aktan, Çoşkun Can. "Kurumsal Yönetimin Amaçları",  
<http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/amaclar.htm> [19.06.2008].
- Barak, Osman. **Davranışsal Finans:Teori ve Uygulama**.Ankara:GaziYayınevi,2008
- Barberis, Nicholas, Richard Thaler. " A Survey Of Behavioral Finance".  
[www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/barberis\\_survey\\_01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/barberis_survey_01.pdf) [10.03.2007].
- Barber, B.M., T. Odean. "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment". [www.bilgehanyazici.com/pdf/BoysWillBeBoys\\_01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/BoysWillBeBoys_01.pdf) [09.03.2007].
- Benartzi,S., R.H.Thaler. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle".  
[www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/myopic.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/myopic.pdf). [14.04.2007].
- Bostancı, Faruk. "Davranışçı Finans".Yeterlik Etüdü,SPK,2003.  
<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile> [10.03.2007].
- Demireli, Erhan. "Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma". <http://eab.ege.edu.tr/pdf/8-1/C8-S1-M12.pdf> [01.12.2008].
- Döm, Serpil. **Yatırımcı Psikolojisi**. İstanbul:Değişim yayınları,2003.
- Fünfgeld, Brigitte, Mei Wang. "Attitudes And Behaviour In Everyday Finance: Evidence From Switzerland. **International Journal of Bank Marketing**.c.27.s.2:124.
- Gürbüz, Osman A., Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik öneriler**. İstanbul: Literatür yayınları,2004.

- Halabak, Didem. “Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler”.Yüksek Lisans Tezi.M.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü,2006.
- Kahneman, D., Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”. <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/030103.htm>. [01.03.2007].
- \_\_\_\_\_. “Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, [www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf](http://www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf) [3.3.2007].
- Karahan, Özcan. “Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişimin Finansal Piyasa Üzerine Etkileri” **2.Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi El Kitabı,17-18 Mayıs 2003**. İzmit:Kocaeli Üniversitesi,2003.
- Küçüksözen, Cemal. **Finansal Bilgi Manipülasyonu**.Ankara:SPK,2005.
- Oran, Jale Sözer. “Davranışçı Finans: Fidişi Kuleler Sarsılıyor”.**M.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi**.c.8.s.29(2008).
- Phung, Albert. “Mad Money...Mad Market?”. <http://www.investopedia.com/articles/06/madmoney.asp> [15.04.2008].
- Shiller Robert J. “Human Behaviour and The Efficiency Of the Financial System”. [www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller\\_human\\_behavior.01.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/resources/shiller_human_behavior.01.pdf) [10.03.2007].
- \_\_\_\_\_. **İrrational Exuberance**.2.b.Princeton:Princeton University Press,2005.
- Shleifer, A. **İnefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance**. Oxford:Oxford University Press,2000.
- Stiglitz Joseph E. “Finansal Düzenlemelere İlişkin Prensipler: “Dinamik Portföy Yaklaşımı”. çev.T.B.B. Bankacılık ve Araştırma Grubu. [www.tbb.org.tr/turkce/araştirmalar/Kriz%20%20ortamında%20düzenleme.doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/araştirmalar/Kriz%20%20ortamında%20düzenleme.doc) [01.8.2008].
- Şahin, Güzin. “Sermaye Piyasalarında Yatırım danışmanlığı-Yatırım Yönetimi Hizmetleri ve Türkiye’de Durum”.Yeterlilik Etüdü,SPK İnceleme Değerlendirme ve İzleme Dairesi,1992),4.
- Tufan, Ekrem. **Davranışsal Finans**.Ankara:İmaj Yayınevi,2008.
- Varışlı, Meral Tezcan. **İçeriden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**. İstanbul:İMKB,1996.

Zweig, Jason. "Your Money and Your Brain",  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012738](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012738) [01.03.2009].

"Vekalet Maliyetlerine Dikkat". [http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE\\_id=2884](http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=2884) [14.09.2008].

"Risk". <http://www.investopedia.com/terms/r/risk.asp>[01.06.2008].

"Risk Lover". <http://www.investopedia.com/terms/r/risklover.asp>[01.06.2008].

"Risk Averse". <http://www.investopedia.com/terms/r/riskaverse.asp>[01.06.2008].

"Scalpers". <http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/081902.asp>  
[01.06.2008].

"Momentum Trading". <http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/090302.asp> [01.06.2008].

"Technical Trading". <http://investopedia.com/printable.asp?a=/articles/trading/02/091802.asp>[01.06.2008].

"Fundamental Trading". <http://investopedia.com/pritable.asp?a=/articles/trading/02/100102.asp>[01.06.2008].

"Swing Trading". <http://investopedia.com/pritable.asp?a=/articles/trading/02/101602.asp>[01.06.2008].

"Day Trader". [http://en.wikipedia.org/wiki/Day\\_trader](http://en.wikipedia.org/wiki/Day_trader) [01.06.2008].

"Neuroeconomics". <http://en.wikipedia.org/wiki/Neuroeconomics> [01.12.2008].

## EKLER

### Anket Formu (Bireysel Yatırımcı)

#### Sayın Yatırımcı,

Bu çalışma Yıldız Teknik Üniversitesi İşletme Yönetimi yüksek lisans programında yürütülen bir tez çalışmasıdır. “Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler İle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki - Bireysel / Kurumsal Yatırımcı Farklılaşması” konulu bu çalışmada her soruyu cevaplamaya ve sizin için geçerli tek seçeneği işaretlemeye özen gösterdiğiniz için teşekkür ederiz. Cevaplarınızın gizliliğinin bizim için de önemli olduğunu hatırlatmak ister, teşekkür ederiz.

#### **Nilgün YILMAZ**

Y.T.Ü. İşletme Yönetimi Anabilimdalı  
Yüksek Lisans Öğrencisi

#### **Tez Danışmanı**

Prof. Dr. Güler ARAS

### **1.BÖLÜM**

#### **1. Yaşınız**

18-30                      31-40                      41-50                      51 ve üzeri

#### **2.Cinsiyetiniz**

Kadın                       Erkek

#### **3.Eğitim Durumunuz:**

İlköğretim               Lise                       Üniversite               Lisansüstü-Doktora

#### **4. Mesleğiniz .....**

### **2.BÖLÜM**

**Lütfen her soruya doğru bulduğunuz tek seçeneği işaretleyiniz.**

#### **1.Yatırım fonlarına, hisse senetlerine, bono-tahvillere ve alternatif yatırım araçlarına kaç yıldır yatırım yapmaktasınız?**

10 yıl ve üzeri     5-10 yıl arası     Hiç     1-5 yıl arası     1 yıldan az

#### **2. Yatırım portföyünüzde aşağıdaki yatırım araçlarından en çok hangisini tercih ediyorsunuz ?**

Hisse senedi               Döviz                       Diğer (lütfen belirtiniz)...  
 Mevduat                       Hazine bonusu  
 Yatırım fonu ( A / B tipi)     Tahvil

**3.Sermaye piyasası konusundaki bilgi seviyenizi ne düzeyde bulduğunuzu işaretleyiniz.**

- Uzman; piyasayı sürekli takip ediyorum. Bu konuda derin bilgiye sahibim.  
 Gelişmiş; portföy çeşitlenmesinin önemini bilecek kadar deneyim sahibiyim.  
 Hiçbir bilgim yok.  
 Sınırlı; belli başlı yatırım araçlarını tanıyorum ama bu konuda bilgim sınırlı.  
 Az; piyasa hakkında fazla bilgi sahibi değilim.

**4. Yatırım portföyümden kısa dönemde yüksek getiri elde etmek yerine uzun dönemde sağlanacak istikrarlı getiriyi hedeflerim.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**5. Portföyümde farklı yatırım araçlarına yer veriyor , bu sayede çeşitlendirme etkisiyle riski en aza indirmeyi başarıyorum.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**6.Uzun dönemde kazanç elde edeceksem, yatırım portföyümde kısa dönemde meydana gelecek**

**önemli iniş çıkışları göz ardı edebilirim .**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**7. Portföyümde yer alan bir yatırım aracının değerinde önemli bir düşüş olsa bile elimden çıkarmam .**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**8. Yatırım yapacağım aracın yerli ya da yabancı olması fark etmez ; önemli olan taşıdığı risk ve sağlayacağı getiridir.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**9. Ülkenin ekonomik ve siyasal durumuna ilişkin haber, yorum ve tahminler yatırım kararlarımı etkiler.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**10. Medyada çıkan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımlarımı sürekli gözden geçirmek ilerde gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmamı sağlar.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**11. Günü birlik yatırım kararları almak (sabah alıp akşam satmak vb.) hem piyasadaki dalgalanmalardan yararlanıp kazanç elde etmeyi sağlar hem de bir anda ortaya çıkabilecek tehlikelere karşı yatırımlarımı korur.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum



### 12. Yatırım yaptığımda,

- Risksiz kazanç olmaz. Kazanmak için riskli yatırımları tercih ederim.
- Risk alabilirim ve portföyümün bir kısmını riskli yatırım araçlarına yönlendirebilirim.
- Kararsızım
- Risk almayı tercih etmiyorum ancak fırsatları değerlendirebilmek için portföyümün küçük bir kısmını düşük riskli yatırım araçlarına yönlendirebilirim.
- Risk almayı kesinlikle tercih etmiyorum. Portföyümün riske girmesinden daha düşük getiri elde etmeyi tercih ederim.

### 13. Yatırım yaptığımda ,

- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan endişelenmem. Belli dönemlerde zarar etse bile uzun vadeli yatırıma devam ederim.
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan tedirgin olurum ancak yatırımlarımı tekrar değerlendirmek için bir süre daha beklerim.
- Kararsızım
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan tedirgin olur, riskli yatırımlarımı azaltmayı tercih ederim.
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalar beni endişelendirir. Yatırımımın değer kaybetmesine tahammül edemem.

### 14. Önemli bir yatırım kararı alırken ,

- Öncelikle yatırımımın değer kazanması olasılığı ile ilgilenirim.
- Yatırımımın sağlayacağı kazançta olası kayıptan daha fazla önem veririm.
- Kararsızım
- Yatırımımın olası kaybına sağlayacağı kazançtan daha fazla önem veririm.
- Öncelikle yatırımımın değer kaybetmesi olasılığı ile ilgilenirim.

## **3. BÖLÜM**

**1.Portföyünüzden elde ettiğiniz kazancınızın %10'luk kısmını yatırım için ayırdığınızı varsayalım. Bu parayı riskli bir yatırım aracında değerlendirmeniz tavsiye edildi. Ayırdığınız para önümüzdeki üç yıl içinde ya % 50 ihtimalle üçe katlanacak ya da % 50 ihtimalle tümünü kaybedeceksiniz . Kararınız ne olurdu?**

- Teklifi hiç düşünmeden reddederdim.
- Teklifi enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla reddederdim
- Kararsızım
- Teklifi enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla kabul ederdim.
- Teklifi hiç düşünmeden kabul ederdim.

**2. Portföyünüzde biri %20 kazandıran ve diğeri %20 kaybettiren iki yatırım aracı olduğunu varsayalım.Yeni bir yatırım yapmayı planlıyorsunuz ancak nakdiniz yok.Bu durumda yeni yatırım için hangisini elden çıkarmaya razı olursunuz?**

- % 20 kaybettiren yatırımımı elden çıkarırdım.

- Durumu enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarırdım
- Kararsızım
- Durumu enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla %20 kazandıran yatırımı elden çıkarırdım.
- %20 kazandıran yatırımı elden çıkarırdım

**3. Aşağıdaki yatırım araçlarından oluşan bir portföyünüz olduğunu düşünelim. Ülkede seçim dönemine girildiğinde sizce bu araçlardan hangisinin riski artardı ve bu nedenle satmayı düşünürdünüz?**

- Hisse senetleri ve A Tipi Fonlar
- Tahvil-Bono ve B Tipi Fonlar
- Kararsızım
- Döviz ve Eurobond
- YTL Mevduat ve Likit Fonlar

**4. Portföyünüzde, bir şirketin son birkaç yıldır yatırımcısına ortalamanın üzerinde bir getiri sağlayan hisse senedi olduğunu varsayalım. Gazetede bu şirketin el değiştirmek üzere olduğuna ilişkin olarak piyasada söylentiler dolaştığını okudunuz. Bu durumda nasıl hareket ederdiniz?**

- Piyasanın bu habere tepkisi ne yönde ise o doğrultuda hareket ederdim.
- Bir süre bekler ve büyük olasılıkla piyasanın tepkisi doğrultusunda hareket ederdim.
- Kararsızım
- Bir süre bekler ve büyük olasılıkla kendi kararım doğrultusunda hareket ederdim.
- Piyasanın bu habere tepkisini beklemeden kendi kararım doğrultusunda hareket ederdim.

**5. Yakın zamanda size önemli miktarda para kaybettiren bir işlem kararı (hisse senedi alım-satımı) aldığınızı varsayalım. Kaybınızı telafi etmeye çalışırken bir arkadaşınızdan çalıştığı şirkete ilişkin önemli bir bilgi/duyum aldınız. Bu bilgi/duyum basına yansıdığı anda şirket hisselerinin değerinin yükselme olasılığı var. Bu durumda nasıl bir yatırım kararı alırdınız?**

- Hemen o şirketin hisse senedinden satın alırdım. Böylelikle kaybımı telafi etme şansım olurdu.
- Şirketle ilgili objektif ve güvenilir bilgileri gözden geçirir, büyük olasılıkla hisselerini satın alırdım.
- Kararsızım
- Şirketle ilgili objektif ve güvenilir bilgileri gözden geçirir, büyük olasılıkla hisselerini satın almazdım.
- Kesinlikle o şirketin hisse senedinden satın almazdım. Daha fazla para kaybetme riski mevcut.

## Anket Formu (Kurumsal Yatırımcı)

### Sayın Yatırımcı,

Bu çalışma Yıldız Teknik Üniversitesi İşletme Yönetimi yüksek lisans programında yürütülen bir tez çalışmasıdır. “Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler İle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki - Bireysel / Kurumsal Yatırımcı Farklılaşması” konulu bu çalışmada her soruyu cevaplamaya ve sizin için geçerli tek seçeneği işaretlemeye özen gösterdiğiniz için teşekkür ederiz. Cevaplarınızın gizliliğinin bizim için de önemli olduğunu hatırlatmak ister, teşekkür ederiz.

**Nilgün YILMAZ**

Y.T.Ü. İşletme Yönetimi Anabilimdalı  
Yüksek Lisans Öğrencisi

**Tez Danışmanı**

Prof. Dr. Güler ARAS

### 1.BÖLÜM

#### 1. Yaşınız

18-30

31-40

41-50

51 ve

üzeri

#### 2.Cinsiyetiniz

Kadın

Erkek

#### 3.Eğitim Durumunuz:

İlköğretim

Lise

Üniversite

Lisansüstü-Doktora

#### 4. Mesleğiniz .....

### 2.BÖLÜM

Lütfen her soruya doğru bulduğunuz tek seçeneği işaretleyiniz.

#### 1.Kurumsal yatırımcı olarak yatırım fonlarına , hisse senetlerine , bono-tahvillere ve alternatif yatırım araçlarına kaç yıldır yatırım yapmaktasınız?

10 yıl ve üzeri

5-10 yıl arası

Hiç

1-5 yıl arası

1 yıldan az

#### 2. Kurum portföyünde/ yönettiğiniz portföyde aşağıdaki yatırım araçlarından en çok hangisini tercih ediyorsunuz ?

Hisse senedi

Döviz

Diğer (lütfen belirtiniz.)...

Mevduat

Hazine bonosu

Yatırım fonu ( A / B tipi)

Tahvil

**3.Sermaye piyasası konusundaki bilgi seviyenizi ne düzeyde bulduğunuzu işaretleyiniz.**

- Uzman; piyasayı sürekli takip ediyorum. Bu konuda derin bilgiye sahibim.  
 Gelişmiş; portföy çeşitlenmesinin önemini bilecek kadar deneyim sahibiyim.  
 Hiçbir bilgim yok.  
 Sınırlı; belli başlı yatırım araçlarını tanıyorum ama bu konuda bilgim sınırlı.  
 Az; piyasa hakkında fazla bilgi sahibi değilim.

**4. Yönetilen portföyde kısa dönemde yüksek getiri elde etmek yerine uzun dönemde sağlanacak istikrarlı getiri hedeflenir.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**5. Yönetilen portföyde farklı yatırım araçlarına yer verilmekte , bu sayede çeşitlendirme etkisiyle riski en aza indirmek amaçlanmaktadır.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**6.Uzun dönemde kazanç elde edilecekse, yönetilen portföyde kısa dönemde meydana gelecek önemli iniş çıkışlar göz ardı edilebilir.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**7. Yönetilen portföyde yer alan bir yatırım aracının değerinde önemli bir düşüş olsa bile elden çıkarmak sözkonusu olmaz.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**8. Yatırım yapılacak aracın yerli ya da yabancı olması fark etmez ; önemli olan taşıdığı risk ve sağlayacağı getiridir.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**9. Ülkenin ekonomik ve siyasal durumuna ilişkin haber, yorum ve tahminler yatırım kararlarını etkiler.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**10. Medyada çıkan ekonomi haberlerini günü gününe takip etmek ve yatırımı sürekli gözden geçirmek ilerde gerçekleşmesi olası kayıplardan korunmayı sağlar.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**11.Günü birlik yatırım kararları almak (sabah alıp akşam satmak vb.) hem piyasadaki dalgalanmalardan yararlanıp kazanç elde etmeyi sağlar hem de bir anda ortaya çıkabilecek tehlikelere karşı yatırımı korur.**

- Kesinlikle katılıyorum  Katılıyorum  Kararsızım  Katılmıyorum  Kesinlikle katılmıyorum

**12.Kurumsal yatırımcı olarak yatırım yapılırken,**

- Risksiz kazanç olmaz. Kazanmak için riskli yatırımlar tercih edilir.  
 Risk alınabilir ve portföyün bir kısmı riskli yatırım araçlarına yönlendirilebilir.  
 Kararsızım  
 Risk almak tercih edilmez ancak fırsatları değerlendirebilmek için portföyün küçük bir kısmı düşük riskli yatırım araçlarına yönlendirilebilir.  
 Risk almak kesinlikle tercih edilmez. Portföyün riske girmesinden daha düşük getiri elde etmek tercih edilir.

### **13. Kurumsal yatırımcı olarak yatırım yaparken ,**

- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan endişelenmem. Belli dönemlerde zarar etse bile uzun vadeli yatırıma devam ederim.
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan tedirgin olurum ancak yatırımları tekrar değerlendirmek için bir süre daha beklerim.
- Kararsızım
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalardan tedirgin olur, riskli yatırımları azaltmayı tercih ederim.
- Piyasalardaki günlük dalgalanmalar beni endişelendirir. Yatırımın değer kaybetmesine tahammül edemem.

### **14. Kurumsal yatırımcı olarak önemli bir yatırım kararı alırken,**

- Öncelikle yatırımın değer kazanma olasılığı ile ilgilenirim.
- Yatırımın sağlayacağı kazançta olası kayıptan daha fazla önem veririm.
- Kararsızım
- Yatırımın olası kaybına sağlayacağı kazançtan daha fazla önem veririm.
- Öncelikle yatırımın değer kaybetme olasılığı ile ilgilenirim

## **3. BÖLÜM**

**1. Yönettiğiniz portföyden elde edilen kazancın %10'luk kısmının yatırım için ayrıldığını varsayalım. Bu parayı riskli bir yatırım aracında değerlendirmeniz tavsiye edildi. Ayrılan para önümüzdeki üç yıl içinde ya % 50 ihtimalle üçe katlanacak ya da % 50 ihtimalle tümü kaybedilecek. Kararınız ne olurdu?**

- Teklifi hiç düşünmeden reddederdim.
- Teklifi enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla reddederdim
- Kararsızım
- Teklifi enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla kabul ederdim.
- Teklifi hiç düşünmeden kabul ederdim.

**2. Yönettiğiniz portföyde biri %20 kazandıran ve diğeri %20 kaybettiren iki yatırım aracı olduğunu varsayalım. Yeni bir yatırım yapmayı planlıyorsunuz ancak nakit yok. Bu durumda yeni yatırım için hangisini elden çıkarmaya razı olursunuz?**

- % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarırdım.
- Durumu enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla % 20 kaybettiren yatırımı elden çıkarırdım
- Kararsızım
- Durumu enine boyuna düşünür ve büyük olasılıkla %20 kazandıran yatırımı elden çıkarırdım.
- %20 kazandıran yatırımı elden çıkarırdım

**3. Aşağıdaki yatırım araçlarından oluşan bir portföy olduğunu düşünelim. Ülkede seçim dönemine girildiğinde sizce bu araçlardan hangisinin riski artardı ve bu nedenle satmayı düşünürdünüz?**

- Hisse senetleri ve A Tipi Fonlar
- Tahvil-Bono ve B Tipi Fonlar
- Kararsızım
- Döviz ve Eurobond
- YTL Mevduat ve Likit Fonlar

**4. Yönettiğiniz portföyde, bir şirketin son birkaç yıldır yatırımcısına ortalamanın üzerinde bir getiri sağlayan hisse senedi olduğunu varsayalım. Gazetede bu şirketin el değiştirmek üzere olduğuna ilişkin olarak piyasada söylentiler dolaştığını okudunuz. Bu durumda nasıl hareket ederdiniz?**

- Piyasanın bu habere tepkisi ne yönde ise o doğrultuda hareket ederdim.
- Bir süre bekler ve büyük olasılıkla piyasanın tepkisi doğrultusunda hareket ederdim.
- Kararsızım
- Bir süre bekler ve büyük olasılıkla kendi kararım doğrultusunda hareket ederdim.
- Piyasanın bu habere tepkisini beklemeden kendi kararım doğrultusunda hareket ederdim.

**5. Yakın zamanda yönettiğiniz portföye önemli miktarda para kaybettiren bir işlem kararı (hisse senedi alım-satımı) aldığınızı varsayalım. Bu kaybı telafi etmeye çalışırken bir arkadaşınızdan çalıştığı şirkete ilişkin önemli bir bilgi / duyum aldınız. Bu bilgi / duyum basına yansıdığı anda şirketin hisselerinin değerinin yükselme olasılığı var. Bu durumda nasıl bir yatırım kararı alırdınız?**

- Hemen o şirketin hisse senedinden satın alırdım. Böylelikle kaybı telafi etme şansım olurdu.
- Şirketle ilgili objektif ve güvenilir bilgileri gözden geçirir, büyük olasılıkla hisselerini satın alırdım.
- Kararsızım
- Şirketle ilgili objektif ve güvenilir bilgileri gözden geçirir, büyük olasılıkla hisselerini satın almazdım.
- Kesinlikle o şirketin hisse senedinden satın almazdım. Daha fazla para kaybetme riski mevcut.

## ÖZGEÇMİŞ