

ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI



Bekir ELMAS

HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARININ DAVRANIŞSAL ÖZELLİKLERİ  
-BİREYSEL YATIRIMCIYA YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA-

DOKTORA TEZİ

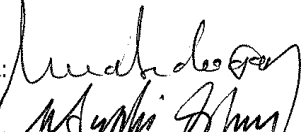


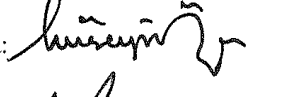

TEZ YÖNETİCİSİ

Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN

ERZURUM – 2010

TEZ KABUL TUTANAĞI  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN danışmanlığında, Bekir ELMAS tarafından hazırlanan bu çalışma 30/07/2010 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan :	Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN	İmza: 
Jüri Üyesi :	Prof. Dr. M. Suphi ORHAN	İmza: 
Jüri Üyesi :	Prof. Dr. Mustafa UÇAR	İmza: 
Jüri Üyesi :	Doç. Dr. Hüseyin ÖZER	İmza: 
Jüri Üyesi :	Doç. Dr. Adem DURSUN	İmza: 

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. 30 /07 /2010

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM  
Enstitü Müdürü

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	V
ABSTRACT .....	VI
KISALTMALAR .....	VII
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	VIII
TABLolar DİZİNİ.....	IX
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

## HİSSE SENEDİNE YATIRIM VE HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA

YATIRIMCILAR.....	6
1.1. HİSSE SENEDİNE YATIRIM.....	6
1.2. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA YATIRIMCILAR.....	7
1.2.1. Bireysel Yatırımcılar .....	8
1.2.1.1. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Yönlendiren Temel Etkenler .....	8
1.2.1.1.1. Kişisel Etkenler .....	9
1.2.1.1.2. Finansal Etkenler .....	13
1.2.1.1.3. Çevresel Etkenler .....	14
1.2.1.2. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yapma Yöntemleri .....	15
1.2.1.2.1. Tasarrufunu Kendin Yönet Yöntemi .....	15
1.2.1.2.2. Profesyonel Fon Yöneticilerinin Hizmetlerinden Yararlanma .....	16
1.2.2. Kurumsal Yatırım ve Kurumsal Yatırımcılar .....	16
1.2.2.1. Kurumsal Yatırım.....	16
1.2.2.1.1. Kurumsal Yatırım İlkeleri .....	18
1.2.2.2. Kurumsal Yatırımcılar ve Finansal Piyasalardaki Kurumsal Yatırımcı Türleri.....	20
1.2.2.2.1. Yatırım Fonları.....	22
1.2.2.2.2. Yatırım Ortaklıkları .....	25
1.2.2.2.3. Sigorta Şirketleri .....	28
1.2.2.2.4. Sosyal Güvenlik Kurumu .....	30
1.2.2.2.5. Portföy Yönetim Şirketleri.....	32
1.2.2.2.6. Emeklilik Fonları .....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

## HİSSE SENEDİ FİYAT TESPİTİYLE İLGİLİ TEKNİKLER VE

YAKLAŞIMLAR .....	37
2.1. TEKNİK ANALİZ .....	38
2.2. TEMEL ANALİZ .....	41
2.2.1. Etkin Piyasalar Hipotezi .....	43
2.2.2. Davranışsal Finans.....	47
2.2.2.1. Bilişsel Psikoloji.....	50
2.2.2.2. Ekonomi ve Psikolojide Karar Verme .....	50
2.2.2.3. Risk ve Belirsizlik Altında Karar Vermeyle İlgili Teoriler .....	51
2.2.2.3.1. Beklenen Fayda Teorisi .....	51
2.2.2.3.2. Beklenti Teorisi .....	53
2.2.2.3.2.1. Beklenti Teorisine İlişkin Temel Bulgular .....	55
2.2.2.3.2.2. Beklenti Teorisi'nin Unsurları.....	58
2.2.2.3.2.2. Beklenen Fayda Teorisi İle Beklenti Teorisi Arasındaki Farklılıklar.....	63

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANSIN İKİ YAPITAŞI .....	64
3.1. SINIRLI ARBİTRAJ .....	64
3.1.1. Arbitraji Sınırlandıran Faktörler .....	65
3.1.1.1. Temel Risk .....	65
3.1.1.2. Söylenti Tacirleri (İrrasyonel Yatırımcı) Riski .....	66
3.1.1.3. İşlem Maliyetleri.....	68
3.1.2. Sınırlı Arbitraja Hisse Senedi Piyasalarından Deliller .....	68
3.2. YATIRIMCILARIN DAVRANIŞ VE EĞİLİMLERİ.....	71
3.2.1. Bilişsel Eğilimler .....	72
3.2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi .....	72
3.2.1.2. Temsiliyet Eğilimi.....	74
3.2.1.3. Bağlanma (Saplanma) ve Düzeltme Eğilimi .....	77
3.2.1.4. Bilişsel Çelişki Eğilimi .....	78
3.2.1.5. Mevcudiyet Eğilimi .....	80
3.2.1.6. Kendine Atfetme Eğilimi .....	82
3.2.1.7. Kontrol Yanılsaması Eğilimi.....	83

3.2.1.8. Muhafazakârlık Eğilimi .....	84
3.2.1.9. Belirsizlikten Kaçma Eğilimi .....	85
3.2.1.10. Zihinsel Muhasebe Eğilimi .....	87
3.2.1.11. Doğrulama Eğilimi .....	89
3.2.1.12. Geçmiş Görüş Eğilimi .....	91
3.2.1.13. Yenilik Eğilimi .....	92
3.2.1.14. Çerçeveleme Eğilimi .....	93
3.2.2. Duygusal Eğilimler .....	95
3.2.2.1. Sahiplenme Eğilimi .....	95
3.2.2.2. Oto-Kontrol Eğilimi .....	96
3.2.2.3. İyimserlik Eğilimi .....	97
3.2.2.4. Kayıptan Kaçma Eğilimi .....	99
3.2.2.5. Pişmanlıktan Kaçma Eğilimi .....	100
3.2.2.6. Statüko Eğilimi .....	101

#### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>RASYONEL OLMAYAN YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ HİSSE SENEDİ PİYASALARINA ETKİLERİ (ANOMALİLER) .....</b>	<b>104</b>
<b>4.1. DÖNEMSEL ANOMALİLER .....</b>	<b>105</b>
4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler .....	106
4.1.1.1. Haftanın Günleri veya Hafta Sonu Anomalisi .....	106
4.1.1.2. Gün İçi Anomalisi .....	108
4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler .....	110
4.1.2.1. Ocak Ayı Anomalisi .....	110
4.1.2.1. Ay İçi Anomalisi .....	112
<b>4.2. KESİTSEL ANOMALİLER .....</b>	<b>113</b>
4.2.1. Firma Büyüklüğü Etkisi .....	113
4.2.2. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı Etkisi .....	116
4.2.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri (P/D) Oranı Etkisi .....	117
4.2.4. Fiyat / Satış (F/S) Oranı Etkisi .....	118
4.2.5. Fiyat / Nakit Akımı (F/NA) Oranı Etkisi .....	119
<b>4.3. FİYAT ANOMALİLERİ .....</b>	<b>120</b>
4.3.1. Aşırı Tepki Anomalisi .....	121
4.3.2. Düşük Tepki Anomalisi .....	128

## BEŞİNCİ BÖLÜM

## BİREYSEL HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARINA YÖNELİK BİR

ARAŞTIRMA .....	131
5.1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ .....	131
5.2. ARAŞTIRMANIN AMACI, KAPSAMI VE KISITLARI .....	132
5.3. ARAŞTIRMANIN MODELİ ve HİPOTEZLERİ.....	133
5.4. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ.....	136
5.4.1. Araştırmanın Ana Kütle ve Örneklem Süreci.....	136
5.4.2. Ön Çalışma .....	137
5.4.3. Veri Toplama Yöntem ve Aracı.....	137
5.4.4. Anketin Güvenilirlik Analizi .....	138
5.5. VERİLERİN ANALİZİ .....	138
5.5.1. Demografik Özellikler .....	138
5.5.2. Sıklık Soruları .....	139
5.5.3. Hipotez Testi Soruları .....	141
5.5.4. Rasyonel Olmayan Yatırımcı Davranışlarıyla İlgili Sorular .....	152
5.5.5. Yatırımcıları Tanımlayıcı Sorular .....	155
5.5.6. Anketin Cinsiyete Göre Değerlendirilmesi.....	157
SONUÇ.....	182
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	190
EK-1.....	204
EK-2.....	205
ÖZGEÇMİŞ.....	207

**ÖZET**  
**DOKTORA TEZİ**  
**HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARININ DAVRANIŞSAL ÖZELLİKLERİ**  
**-BİREYSEL YATIRIMCIYA YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA-**  
**Bekir ELMAS**

**Danışman: Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN**

**2010 – Sayfa: 207 + X**

**Jüri: Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN**

**Prof. Dr. M. Suphi ORHAN**

**Prof. Dr. Mustafa UÇAR**

**Doç. Dr. Hüseyin ÖZER**

**Doç. Dr. Adem DURSUN**

Hisse senedi yatırımcıları alım-satım kararlarını verirken Teknik Analiz ve Temel Analiz olmak üzere iki yöntemden yararlanırlar. Teknik analiz yönteminde; hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerine bakılarak gelecekte nasıl bir yön izleyebilecekleri tahmin edilmeye çalışılır. Temel analiz yönteminde ise; herbir hisse senedinin fiyatına etki edebilecek bilgilerle hissenin gerçek değeri tespit edilerek bu değer doğrultusunda alım-satım kararları verilir. Temel analiz yöntemi kapsamında değerlendirilebilen Etkin Piyasalar Hipotezi yatırımcıların rasyonel olduğu düşüncesinden yola çıkarak hisse senedi fiyatlarında gerçek değerden sapma durumunda yapılacak arbitrajlarla fiyatların yeniden gerçek değere geleceğini savunmaktadır.

Etkin Piyasalar Hipotezine karşı geliştirilmiş bulunan Davranışsal Finansa göre ise; bazı etkenlerin arbitrajı sınırlandırmasının yanında hisse senedi yatırımcıları bir karar verme durumunda bir takım içsel güdülerin ve psikolojik eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve bu etkiler yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları yapmalarına yol açmaktadır. Böylece hem sınırlı arbitraj hem de yatırımcıların psikolojik eğilimleri sonucunda hisse senedi fiyatları gerçek değerlerini yansıtmayıp farklı bir piyasa fiyatına sahip olabilmektedir.

Bu çalışmada yatırımcıların yatırım kararlarını verirken etkisi altında kaldıkları psikolojik eğilimlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) yatırımı bulunan bireysel yatırımcılar için geçerli olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu amaçla yapılan analizlerde İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa ve Antalya olmak üzere en fazla bireysel hisse senedi yatırımcısı bulunan 5 il ile bulunduğumuz il olan Erzurum'daki bireysel hisse senedi yatırımcılarına uygulanan 410 anketten elde edilen veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; varlıkları bir çok araştırmayla kanıtlanmış psikolojik eğilimlerin, benzer çalışmalarda ortaya çıktığı gibi, İMKB'de yatırımı bulunan bireysel yatırımcılar için de geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla bu sonuç da bireysel yatırımcının yatırım kararlarını verirken tamamen rasyonel davranmadığının bir göstergesidir.

**ABSTRACT**  
**Ph. D. THESIS**  
**BEHAVIORAL CHARACTERISTICS OF STOCK INVESTORS**  
**-A STUDY ON INDIVIDUAL INVESTORS-**

**Bekir ELMAS**

**Advisor: Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN**

**2010 – Page: 207 + X**

**Jury: Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN**

**Prof. Dr. M. Suphi ORHAN**

**Prof. Dr. Mustafa UÇAR**

**Assoc. Prof. Dr. Hüseyin ÖZER**

**Assoc. Prof. Dr. Adem DURSUN**

While stock investors are making their decisions on buying or selling, they use two methods: Technical Analysis and Basic Analysis. In technical analysis method, price movements of stocks in the past are checked out and the direction they may follow in the future is tried to be estimated. In basic analysis method; real value of the stock is determined with the information that may have effect on the price of each stock, and decisions of buying or selling are made in accordance with this value. Starting from the assumption that investors are rational, Efficient Market Hypothesis, which may be included in the scope of basic analysis method, argues that when stock exchange prices deviate from their real values, prices can be restored to real values with some arbitrages to be applied in such cases of deviation.

The Behavioral Finance, developed against Efficient Markets Hypothesis, claims that stock investors get influenced by some inner instincts and psychological tendencies in decision-making process in addition to the fact that some factors limit the arbitrage and these influences cause investors to behave similarly and make the same mistakes continually. Therefore; as a result of both limited arbitrage and psychological tendencies of investors, stock prices may not reflect their real values and have a different market price.

In this study, it was researched whether the psychological tendencies that influence investors while they are making their decisions of investments are valid for the individual investors having investments in Istanbul Stock Exchange (ISE). The data collected through 410 questionnaires carried out with individual investors in İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa and Antalya, the five city centres which own the greatest number of investors in Istanbul Stock Exchange, and the investors in Erzurum, the city we live, were used. At the end of the study, it was discovered that the psychological tendencies that have been proved to exist in many researches also apply to the individual investors having investments in ISE as is the case in similar studies. Therefore; this result is an indicator of the fact that individual investors do not behave entirely rational when making their decisions of investment.



**KISALTMALAR**

Age:	Adı Geçen Eser
Agm:	Adı Geçen Makale
Agt:	Adı Geçen Tez
Agb:	Adı Geçen Bildiri
AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ADR:	Amerikan Depo Sertifikaları
BFT:	Beklenen Fayda Teorisi
Bknz:	Bakınız
BT:	Beklenti Teorisi
DJIA:	Dow Jones Endüstriyel Ortalaması
EPH:	Etkin Piyasalar Hipotezi
F/K Oranı:	Fiyat / Kazanç Oranı
F/NA Oranı:	Fiyat / Nakit Akımı Oranı
F/S Oranı:	Fiyat / Satış Oranı
GMYO:	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GSYO:	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
IBM:	International Business Machines
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
MKYO:	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
P/D Oranı:	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TSPAKB:	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
VDMK:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

**ŞEKİLLER DİZİNİ**

<b>Şekil 2.1:</b> Değer Fonksiyonu .....	56
<b>Şekil 2.2:</b> Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu.....	62
<b>Şekil 3.1:</b> Royal Dutch ve Shell'in Oransal Olarak Hisse Fiyatları .....	69
<b>Şekil 5.1:</b> Araştırmanın Modeli .....	133

## TABLOLAR DİZİNİ

<b>Tablo 1.1:</b> Finansal Piyasalardaki Yatırım Araçlarının Risk ve Getiri Düzeyleri.....	7
<b>Tablo 1.2:</b> Yatırım Fonu Türleri.....	24
<b>Tablo 5.1:</b> Ankete Katılan Yatırımcıların Demografik Özellikleri.....	138
<b>Tablo 5.2:</b> Ankete Katılan Yatırımcıların Sıklık Sorularına Verdikleri Cevaplar .....	140
<b>Tablo 5.3:</b> Kesinlik Etkisinin Test Edilmesi .....	142
<b>Tablo 5.4:</b> Kesinlik Etkisinin Test Edilmesi .....	142
<b>Tablo 5.5:</b> Yansıma Etkisinin Test Edilmesi.....	143
<b>Tablo 5.6:</b> Çerçeveleme Eğiliminin Test Edilmesi .....	144
<b>Tablo 5.7:</b> Çerçeveleme Eğiliminin Test Edilmesi .....	144
<b>Tablo 5.8:</b> Referans Noktası Eğiliminin Test Edilmesi .....	145
<b>Tablo 5.9:</b> Referans Noktası Eğiliminin Test Edilmesi .....	145
<b>Tablo 5.10:</b> Gelir ve Kar Kavramlarını Kazanç Kavramıyla Aynı Zihinsel Hesapta Tutma. ....	146
<b>Tablo 5.11:</b> Harcama ve Maliyet Kavramlarını Kayıp Kavramıyla Aynı Zihinsel Hesapta Tutma. ....	146
<b>Tablo 5.12:</b> Belirsizlikten Kaçma ve Aşına Olma Eğilimlerinin Test Edilmesi .....	147
<b>Tablo 5.13:</b> Belirsizlikten Kaçma ve Aşına Olma Eğilimlerinin Test Edilmesi .....	147
<b>Tablo 5.14:</b> Aşırı Güven Eğiliminin Test Edilmesi .....	148
<b>Tablo 5.15:</b> Temsiliyet Eğiliminin Test Edilmesi .....	149
<b>Tablo 5.16:</b> Temsiliyet Eğiliminin Test Edilmesi .....	149
<b>Tablo 5.17:</b> İyimserlik Eğiliminin Test Edilmesi.....	150
<b>Tablo 5.18:</b> Yansıma Etkisinin Test Edilmesi.....	150
<b>Tablo 5.19:</b> Yansıma Etkisinin Test Edilmesi.....	151
<b>Tablo 5.20:</b> Ocak Ayı Anomalisinin Test Edilmesi .....	152
<b>Tablo 5.21:</b> Cuma Günü Anomalisinin Test Edilmesi .....	152
<b>Tablo 5.22:</b> Fiyat / Kazanç Oranı Anomalisinin Test Edilmesi .....	153
<b>Tablo 5.23:</b> Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Anomalisinin Test Edilmesi.....	153
<b>Tablo 5.24:</b> Fiyat Anomalisinin Test Edilmesi .....	154
<b>Tablo 5.25:</b> Aşırı Tepki Anomalisinin Test Edilmesi .....	154
<b>Tablo 5.26:</b> Birikimlerin Bizzat Yönetilmesinin Sebepleri.....	155
<b>Tablo 5.27:</b> Hisse Senedi Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı.....	156
<b>Tablo 5.28:</b> Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Süresi .....	156

<b>Tablo 5.29:</b> En Son Yapılan ve Yanlış Olduğu Düşünülen İşlem Kararında Rol Oynayan Etken.....	156
<b>Tablo 5.30:</b> Cinsiyete Göre Eğitim Düzeyi.....	157
<b>Tablo 5.31:</b> Cinsiyete Göre Hisse Senedi Yatırım Süresi.....	158
<b>Tablo 5.32:</b> Cinsiyete Göre Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı.....	160
<b>Tablo 5.33:</b> Cinsiyete Göre Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri.....	161
<b>Tablo 5.34:</b> Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	163
<b>Tablo 5.35:</b> Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	164
<b>Tablo 5.36:</b> Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki.....	165
<b>Tablo 5.37:</b> Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	167
<b>Tablo 5.38:</b> Kaybetmekten Korkma Tutumu İle Cinsiyet Arasındaki İlişki.....	168
<b>Tablo 5.39:</b> Kesinlik Etkisi İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	169
<b>Tablo 5.40:</b> Yansıma Etkisi İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	170
<b>Tablo 5.41:</b> Çerçeveleme Eğilimi İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	171
<b>Tablo 5.42:</b> Referans Noktası İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	173
<b>Tablo 5.43:</b> Zihinsel Muhasebe İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	175
<b>Tablo 5.44:</b> Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki.....	177
<b>Tablo 5.45:</b> Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki.....	178
<b>Tablo 5.46:</b> Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni İle Cinsiyet Arasındaki İlişki .....	180

## GİRİŞ

Finansal piyasalar; fon fazlası olan tasarruf sahipleri ile fon açığı olan kurumlar, kuruluşlar ve bireylerin karşı karşıya geldikleri piyasalardır. Finansal piyasaların önemli bir bölümünü kısa vadeli (en çok bir yıla kadar) fon arz ve talebinin karşılaştıkları para piyasası ile orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin buluştukları sermaye piyasalarından oluşmaktadır. Sermaye piyasalarında birçok menkul kıymet alım satım konu olmakla birlikte bunların içinde en dikkat çekici olanı hisse senetleridir.

Fon fazlası olup, fonlarını mevcut ekonomik şartları göz önünde bulundurarak hisse senedi piyasalarında değerlendirmek isteyen yatırımcılar genel olarak bireysel ve kurumsal yatırımcılar olarak iki gruba ayrılmaktadır. Bireysel yatırımcılar, yatırımlarını bizzat kendileri yapan ve yöneten göreceli olarak küçük yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar ise, tasarruflarını bireysel olarak değerlendirmeyi düşünmeyen yatırımcıların birikimlerini kollektif ve organize bir şekilde yatırıma dönüştüren yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi kollektif yatırım kurumlarıdır.

Hisse senedi yatırımcıları, genel olarak yatırımlarından iki türlü gelir elde etme isteği içindedir. Bunlardan ilki, işletmelerin dönemsel olarak dağıttıkları kar payları, ikincisi ise hisse senedi fiyatlarının pozitif yönde değişmesinden kaynaklanan sermaye kazancıdır. Yatırımcılar işletme tarafından dağıtılabilecek kar paylarının işletme hakkında piyasaya gelen bilgiler doğrultusunda hisse senedi fiyatlarına yansıtacağını bildikleri için uygun alım-satım fiyatına odaklanırlar. Uygun alım-satım fiyatının belirlenmesi hususunda literatürde genel olarak iki yöntemden söz edilmektedir. Bu yöntemler *Teknik Analiz* ve *Temel Analiz* yöntemleridir.

Teknik Analiz yöntemi; muhasebe ve finansal analiz yöntemlerinin henüz daha gelişmediği ve teknoloji düzeyinin zayıf olduğu 1800'lü yıllara dayanmaktadır. O günlerde yatırımcılar basit bir şekilde fiyat değişimlerini izleyerek gelecek günlerde fiyatların nasıl bir değişim göstereceğini tespit etme çabası içindeydiler. O günden bu güne yapılan çalışmalarla teknik analiz yöntemi çok geliştirilmiş ve halen yatırımcılar tarafından ciddi oranda kullanılan bir yöntem durumuna gelmiştir. Bu yöntemin temel mantığı "hisse senedi fiyatları trendler halinde hareket ettiği için geçmiş trendlere bakılarak gelecekte fiyatların nasıl bir trend izleyeceği tespit edilebilirse uygun alım-satım zamanı belirlenerek sermaye kazancı elde edilebilir" şeklinde özetlenebilir.

1950'lerde muhasebe ve finansal analiz yöntemlerinde görülen gelişmelere paralel olarak, teknoloji sayesinde ekonomik ve finansal verilere hızlı bir ulaşım

imkânına kavuşulmuştur. Bunun sonucu olarak Temel Analiz yöntemi ortaya çıkmıştır. Temel analiz yöntemine göre; her bir hisse senedinin arz ve talebe göre oluşan piyasa fiyatının yanında bir de gerçek (olması gereken-temel) değeri vardır. Genel ekonomi, sektör ve işletmeye ait veriler analiz edilerek hisse senedinin gerçek değeri tespit edilmeli ve şayet piyasa fiyatı gerçek değerinin altında ise alım üstünde ise satım gerçekleştirilmelidir. Böylece teknik analizde fiyat trendlerine bakarak uygun alım-satım zamanları belirlenirken, temel analizde gerçek değere bakılarak alım-satım yapılmaktadır.

1970'lere gelindiğinde, piyasaların gerçek değeri yansıtmayı yansıtmadığı yani etkin olup olmadıklarını test eden ve Eugene Fama'nın önemli katkılarda bulunduğu *Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)* önemli gelişmeler göstermiştir. EPH; etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının temel değeri yansıttığı, şayet temel değerden bir sapma olursa bunun rasyonel arbitrajcıların alım-satımlarıyla düzeleceğini savunmaktadır. Günümüze kadar bu hipotez üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır.

1979'ların sonlarında ise, Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından temelleri atılan ardından yapılan pek çok çalışmayla psikolojik faktörlerin yatırımcılar ile hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin olduğu savı ortaya konmuştur. *Davranışsal Finans* kapsamında yapılan bu çalışmalarda; piyasada hisse fiyatlarında temel değerden bazı sapmaların olabileceği ve bu sapmaların, piyasada arbitraj sınırlı olacağı için, düzeltilmeyebileceği savunulmaktadır. Aynı zamanda Davranışsal Finans ile insan psikolojisi de işin içine katılarak belirsizlik altında karar verme durumunda yatırımcıların rasyonel davranmadıkları, bir takım psikolojik eğilimlerin etkisi altında kaldıkları araştırılmış ve bu konuda da çok güçlü kanıtlar ortaya konulmuştur.

Aslında yatırımcı psikolojisinin finansal kararlara etkisinin araştırılmasında temel teşkil eden çalışmalara bakıldığında; yaklaşık yarım yüzyıl önce; Allais (1953) belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını geliştirdiği, Edwards (1954) gelecekteki araştırmalar için bir gündem oluşturarak karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma alanı olarak tanıttığı, Simon (1956) sınırlı rasyonelliğe dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önerdiği görülür. Ancak "Bilişsel Psikoloji" alanında Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979)'nin yargılar ve karar verme üzerine bulgularını yayınlamaya kadar herhangi bir araştırma yapılmadığı anlaşılmaktadır. Bilişsel psikoloji alanında, yargılama ve karar vermeye ilişkin olarak yapılan Kahneman ve Tversky'nin bu çalışmaları bir çığır açmıştır. Söz

konusu çalışma geleneksel disiplinler arası bağlantı kurmanın da ötesine giderek, finans ile psikoloji arasında bir köprü oluşturmuştur<sup>1</sup>.

Davranışsal Finans, genel olarak psikolojinin finansal piyasalara uygulanması olarak tanımlanırken<sup>2</sup> aynı zamanda psikolojinin piyasa katılımcılarının davranışları üzerine etkisi ve bu durumun bir sonucu olarak piyasanın nasıl oluştuğunu<sup>3</sup> psikolojinin finansal karar almayı ve finansal piyasaları nasıl etkilediğini araştıran<sup>4</sup> ve geleneksel finans paradigmasının karşılaştığı zorluklara cevap vermek için ortaya çıkan finansal piyasalarda yeni bir saha<sup>5</sup> olarak da tanımlanabilmektedir.

EPH'ye göre, rasyonel yatırımcılar sayesinde menkul kıymet fiyatları temel değerlerini yansıtacaktır. Menkul kıymet fiyatlarında irrasyonel yatırımcı davranışlarından dolayı temel değerden bir sapma olduğu taktirde rasyonel davranan arbitrajcılar fiyatın tekrar temel değerine gelmesini sağlayacaklardır. Böylece varlık fiyatları sürekli temel değerlerini yansıtacaktır.

EPH'ye karşı olarak geliştirilen Davranışsal finans açısından ise; piyasada risksiz ve maliyetsiz bir kazanç (arbitraj) imkanı bulunmamaktadır. Yani, piyasada arbitraj sınırlıdır. Arbitrajın riskli ve maliyetli olması dikkate alındığında temel risk, söylenti yatırımcıları riski ve işlem maliyetleri arbitrajı sınırlandıran faktörlerdir. Yine EPH, yatırımcıların genel olarak rasyonel davranışlar sergilediklerini ifade ettiği halde yapılan pek çok çalışmayla bu yatırımcıların bir takım psikolojik etkenlerin sonucu olarak sistematik bir şekilde bazı davranış ve hataları sürekli olarak tekrarladıkları tespit edilmiştir.

Etkin Piyasalar Hipotezinin açıklamakta zorlandığı diğer bir konu piyasa anomalileridir. Çünkü EPH'ye göre, hisse senedi fiyatlarının değişiminde piyasaya gelen yeni bilgiler etkili olduğundan dolayı fiyatlar üzerinde zamanın etkisi yoktur. Böylece tüm zaman dilimleri getiri açısından farksız olacaktır. Ancak yapılan bir çok çalışma ile hem zamanın getiri üzerindeki etkisi hem de fiyata yansımaları gereken yeni bilgilere gösterilen tepkinin bazen düşük düzeyde kaldığı bazen de aşırı düzeyde gerçekleştiği tespit edilmiştir. İşte bu noktada Davranışsal Finans, yatırımcıların

<sup>1</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman ve Vernon Smith, Advanced Information on the Prize in Economic Sciences 2002, s. 10. (<http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/ecoadv02.pdf>) (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

<sup>2</sup> Michael M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey 2006, s. 4.

<sup>3</sup> Martin Sewell, 2005, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

<sup>4</sup> Hersh Shefrin (Editör), *Behavioral Finance*, 2001, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

<sup>5</sup> Nicholas Barberis ve Richard H. Thaler, "A Survey of Behavioral Finance". İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Russell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 1.

beklendiği gibi rasyonel davranışlar sergileyemediklerini ve bir takım psikolojik faktörlerinde etkisinde kalarak anomalilerin oluşmasına sebebiyet verdiklerini ortaya koymaktadır.

Davranışsal Finansın temelini belirsizlik ve risk durumunda insan davranışlarını açıklamaya çalışan Beklenti Teorisi oluşturmaktadır. Beklenti Teorisi'nden önce geleneksel ekonomide benimsenmiş olan Beklenen Fayda Teorisi'ne göre, risk halinde karar verme durumunda bulunan insanlar, riskli seçenekler arasında tercih yaparlarken kendisine en yüksek faydayı sağlayan seçeneği tercih edecektir. Herhangi bir seçeneğin bireye sunduğu fayda ise, söz konusu seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılıkları ile ağırlıklandırılması yoluyla ölçülmektedir ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip olan seçenek birey tarafından tercih edilecektir. Bu teoriye karşı geliştirilen Beklenti Teorisi'nin temelleri Kahneman ve Tversky'nin 1979 çalışmaları ile atılmış ve daha sonra yapılan pek çok çalışmayla, belirsizlik altında karar verme durumunda Beklenen Fayda Teorisi'nden sistematik olarak ayrılmaların olduğu ortaya konulmuştur.

Böylece Davranışsal Finans kapsamında geliştirilen Beklenti Teorisi'ne göre; yatırımcılar karar verme durumunda bir takım içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve bu etkiler yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları yapmalarına yol açmaktadır.

İşte bu noktada çalışmamızın temel amacı; yatırımcıların yatırım kararlarını verirken etkisi altında kaldıkları bir takım psikolojik eğilimlerin İMKB'de yatırımcı bulunan bireysel yatırımcılar için geçerli olup olmadığının araştırılması olarak belirlenmiştir. Araştırmanın kapsamını ise, İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa ve Antalya olmak üzere en fazla bireysel hisse senedi yatırımcısı bulunan 5 il ile bulunduğumuz il olan Erzurum'daki bireysel hisse senedi yatırımcıları oluşturmaktadır. Araştırmada kullanılan anket belirli sayıda bireysel hisse senedi yatırımcısına uygulandığı için, elde edilen bulgular bu deneklerden alınan verilerle sınırlı bulunmaktadır.

Beş bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümünde; hisse senedi yatırımları ve hisse senetlerine yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar ele alınmıştır.

İkinci bölüm; geçmişten günümüze bir gelişme içinde olan hisse senedi fiyat tespit ve yaklaşımlarından Teknik Analiz, Temel Analiz ve temel analize bağlı olarak Etkin Piyasalar Hipotezi ile Davranışsal Finans yaklaşımlarına tahsis edilmiştir.

Davranışsal Finansın iki yapı taşı olan Sınırlı Arbitraj ve yatırımcıları sistematik hatalara yönelten Psikolojik Eğilimler üçüncü bölümde yer almaktadır.



Dördüncü bölümde; hisse senedi piyasalarında yatırımcıların rasyonel olamamalarından kaynaklanan Anomaliler, dönemsel, kesitsel ve fiyat anomalileri olmak üzere üç kısımda ele alınmış ve dünya piyasaları ile İMKB'ye yönelik olarak yapılmış çalışmalar özet olarak sunulmuştur.

Beşinci ve son bölümde ise; yatırımcıların yatırım kararlarını verirken etkisi altında kaldıkları bir takım psikolojik eğilimlerin İMKB'de yatırımcı bulunan bireysel yatırımcılar için geçerli olup olmadığının araştırılması için 6 büyük ilde uygulanan anketten elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### HİSSE SENEDİNE YATIRIM VE HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA YATIRIMCILAR

#### 1.1. HİSSE SENEDİNE YATIRIM

Genel bir tanımlamayla piyasalar, mallarla paranın değiştirildiği mekânlardır. Finansal piyasalar ise; fon arz eden tasarruf sahipleri ile fon talep eden kuruluşlar ve bireylerin buluştukları piyasalardır. Finansal piyasaların önemli bir bölümünü para ve sermaye piyasaları oluşturmaktadır<sup>6</sup>. Para piyasası, vadesi en çok bir yıla kadar olan fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalar iken, sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır<sup>7</sup>. Para piyasası araçları; hazine bonusu, finansman bonusu, repo, varlığa dayalı menkul kıymet, mevduat sertifikası gibi finansal varlıklar iken, sermaye piyasası araçları; devlet tahvili, anonim şirketlerin tahvil ve hisse senetleri gibi finansal varlıklardır<sup>8</sup>.

Sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senetleri literatürde esham, aksiyon, veya pay senedi olarak da adlandırılmaktadır. Anonim şirketlerin çıkardıkları hisse senetleri, anonim şirketin sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde hisse senedi çıkarabilirler. Ancak çıkarılan hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz<sup>9</sup>. Başka bir tanımlama ile hisse senetleri; ortaklık sermayesinin birbirine eşit şekilde bölünmüş ve bu bölümlerden her birinin karşılığı olmak üzere, Kanunda gösterilen esaslara uygun kıymetli evraklardır<sup>10</sup>.

Anonim şirketler öz sermaye gereksinimlerini, sermaye piyasasına hisse senedi sunmak yolu ile karşılarlar. Hisse senedi, bu senedi elinde bulunduran kişinin, ilgili anonim şirketin sermayesinde, senet üzerinde yazılı tutar kadar sahiplik hakkı bulunduğunu gösterir. Buna karşın hisse sahibinin sorumluluğu da söz konusu tutar kadardır. Tüm bu nedenlerle, hisse senedi, diğer sermaye piyasası araçlarına oranla daha çok risk taşıyan, ancak sağladığı avantajlar nedeni ile de kişiler ve kurumlar tarafından, yatırımlarda en çok tercih edilen bir araç olmaktadır<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Gözden Geçirilmiş 3. Baskı, Bursa 2006, s. 9-10.

<sup>7</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım, 4. Bası, İstanbul 2001, s. 8.

<sup>8</sup> Mehmet B. Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara 2001, s. 23.

<sup>9</sup> Sermaye Piyasaları ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 20. Basım, İstanbul 2008, s. 182.

<sup>10</sup> Oğuz Kürşat Ünal, *Menkul Kıymetler*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1988, s. 61.

<sup>11</sup> Ümit Ataman ve Halil Kibar, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 29-30.

Ülkelerin sanayileşmelerini ve ekonomik büyümelerini sağlayabilmek için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri olan yatırımların artırılabilmesi, kullanılabilir fonların yeterli düzeyde ve nitelikte olmasına bağlıdır. Finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonlar oldukça kısıtlı miktarda olmakla beraber, bu alanda ortaya çıkan bir diğer sorun da mevcut fonların en düşük maliyet ve en fazla verimlilikle kullanılmasının her zaman mümkün olmamasıdır. Bu nedenle gelişmiş ve derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarına ve bu piyasalardaki araç ve kurum çeşitliliğine büyük ihtiyaç duyulmaktadır<sup>12</sup>. Aşağıda Tablo 1.1’de finansal piyasalardaki yatırım araçları ve bu araçların risk ve getiri düzeyleri gösterilmektedir.

**Tablo 1.1:** Finansal Piyasalardaki Yatırım Araçlarının Risk ve Getiri Düzeyleri

Yatırım Araçları	Çeşitleri	Riski	Getirisi
Sabit Getirili	Tahvil ve Bono, Repo, VDMK, Borçlanma Senetleri vb.	Düşük	Düşük
Hisse Senedi	Yerli, Yabancı, Teknoloji, Gıda vb.	Yüksek	Yüksek
Türev Piyasa	Futures, Opsiyon, Swap vb.	Çok Yüksek	Çok Yüksek

## 1.2. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA YATIRIMCILAR

Hisse senedi piyasası yatırımcıları genel olarak bireysel ve kurumsal yatırımcılar şeklinde iki başlık altında incelenebilir. Bireysel yatırımcılar; elde ettikleri gelirlerinin tümünü harcamayıp tasarruf yapabilen ve tasarruflarını çeşitli yatırımlara dağıtarak bizzat yöneten bireylerdir. Kurumsal yatırımcılar ise; çeşitli şekillerde tasarruf sahiplerinden toplamış oldukları fonları tasarruf sahipleri hesabına finansal piyasalarda değerlendirmek üzere kurulmuş olan kurumlardır.

Bu genel sınıflandırmanın yanında yatırımcıları üçlü bir sınıflandırmaya tabi tutmak da mümkündür. Bunlar;

- Piyasaya bakış açısına göre;
  - Yükselen (boğa tipi) piyasa yatırımcıları,
  - Alçalan (ayı tipi) piyasa yatırımcıları,
  - Trende önem vermeksizin sürü psikolojisi ile hareket eden yatırımcılar,
  - Trende önem vermeksizin manipülasyon ağırlıklı işlem yapan yatırımcılar.

<sup>12</sup> Suna Oksay, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Öneri Dergisi*, 2000, s. 1.

- Riske bakış açısına göre;
  - Pasif (savunmacı) yatırımcı,
  - Atak (girişimci) yatırımcı.
- Yaşadığı ülkeye göre;
  - Yerli yatırımcı,
  - Yabancı yatırımcı.

### 1.2.1. Bireysel Yatırımcılar

Bireysel yatırımcılar, genel olarak işlem miktarları göreceli olarak küçük olan, kendi nam ve hesaplarına yatırım yapan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar portföy yönetimine genellikle bir hobi olarak başlayan ve profesyonel bir destek almadan, ya da çok az bir destek alarak kendi fonlarını yönetmeye çalışan yatırımcılardır<sup>13</sup>.

Bireysel yatırımcılar kurumsal yatırımcılar gibi profesyonelce hareket etmeleri oldukça zordur. Onların pazarı algılamaları, risk ve getiriye yönelik düşünceleri, kurumsal yatırımcılardan çok farklı olabilmektedir<sup>14</sup>. Bu durumun nedeni olarak bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında, bir takım kişisel, finansal ve çevresel etkenlerin etkisi altında kalmaları gösterilebilir.

#### 1.2.1.1. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Yönlendiren Temel Etkenler

Bireysel yatırımcılar gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarında kullanmayıp bir bölümünü tasarruf ve yatırıma yöneltirler. Böylece bugünkü yaşam standartlarının üzerinde daha iyi bir yaşam standardı oluşturmak için bir takım fedakârlıklara katlanmış olurlar<sup>15</sup>. Yapılan bu fedakârlık, bireysel yatırımcı olarak ifade edilen ekonomik birimlerin tasarrufa yönelmeleriyle oluşur. Tasarruf ise, ekonomik birimlerin parasal gelirinin tüketim harcamaları için harcanmamış bölümü olarak tanımlanabilir. Tasarruflar, ekonomik birimlerin tasarruf yeteneğine ve tasarruf etme isteklerine bağlı bulunmaktadır. Aynı zamanda tasarruf yeteneği birimlerin gelir durumlarıyla da yakından ilgilidir<sup>16</sup>.

<sup>13</sup> Karan, Age, s. 687.

<sup>14</sup> Karan, Age, s. 687.

<sup>15</sup> Hayrettin Usul, İsmail Bekçi ve A. Hüsrev Eroğlu, "Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler", *Erciyes Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, (19), 2002, s. 135.

<sup>16</sup> Engin Küçükşille, *Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2004, s. 23.

Tasarruf sahipleri olan bireysel yatırımcılar yatırımlarında iki amaç takip etmektedirler. Bunlar<sup>17</sup>;

- Yatırımlarını herhangi bir zamanda değer kaybına uğramamış olarak nakde dönüştürmek.
- Yatırımda devamlı ve makul bir miktarda gelir elde etmek.

Bireysel yatırımcılar, tasarruflarını yatırım araçları yoluyla sermaye piyasasına aktarırken; yüksek getiri, güven ve likidasyon beklentilerine göre hareket ederler. Ancak, bireysel yatırımcıların hareketlerini kısıtlayan, diğer bir ifadeyle bireysel yatırımcıların karar alma aşamasında etkilendiği bazı etkenler de söz konusudur. Bunlar<sup>18</sup>;

- Kişisel etkenler,
- Finansal etkenler ve
- Çevresel etkenlerdir.

#### 1.2.1.1.1. Kişisel Etkenler

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını yönlendiren kişisel etkenler; yatırımcıların yeterli bilgi ve zamana sahip olmaları, yaşları, sağlık durumları, beklentileri, gelir düzeyleri, yaşam biçimleri ve psikolojik karakterleridir.

**Bireysel Yatırımcıların Bilgisi ve Zamanı:** Bireysel yatırımcıları yatırım yapmaya yönelten en önemli unsur, yatırımcıların ticari ve mali konularda yeterli bilgiye ve araştırma yapabilecek yeterli zamana sahip olmalarıdır. Yatırımcıların ticari ve mali konulardaki davranışları, eğitim ve bilgi düzeylerine bağlıdır. Finansal konularda yeterince bilgisi olmayan bir yatırımcı, menkul kıymetlere ait bilgileri değerlendirme olanağına sahip olamayacaktır. Bu nedenle yatırımcı menkul kıymetlere yatırım yapmaktan çekinecek veya bilgisi dışında bir yatırım yapma yoluna gidebilecektir<sup>19</sup>. Aynı zamanda sermaye piyasalarına çok çeşitli haber kaynaklarından birbirinden farklı çok sayıda bilgi ulaştığından dolayı yatırımcının bilgisi yeterli olsa bile sermaye piyasalarına ulaşan bilgileri takip ederek analiz edecek yeterli zamana sahip olamayabilir.

<sup>17</sup> Usul ve diğerleri, Agm, s. 135.

<sup>18</sup> Usul ve diğerleri, Agm, s. 136.

<sup>19</sup> Edward E. Williams ve M. Chapman Findlay, *Investment Analysis*, Prentice-Hall, Inc., Eaglewood Cliffs, New Jersey 1974, s. 45.

**Bireysel Yatırımcıların Yaşları ve Sağlık Durumları:** Yatırımcıların yaşları ve sağlık durumları yatırım kararlarını doğrudan etkileyen unsurlardandır. Sağlık durumu iyi olmayan veya kötüye giden bir yatırımcı likit durumda kalmak veya çabuk likide geçebilecek yatırımları tercih edecektir.

Yatırımcıların yaşı da önemli bir faktördür. İnsanların yaşlarına bakarak risk ve getiri tercihlerini değerlendirmek mümkün olabilmektedir. İnsanların hayatlarında biriktirme, serveti sağlama alma, harcama ve ödül dönemi olmak üzere dört dönem vardır<sup>20</sup>.

Biriktirme dönemi; genellikle insanların gençlik dönemlerini kapsamaktadır. İnsanların ev, otomobil, çocuklarının eğitimi gibi önemli ihtiyaçları vardır. Önlerinde uzun bir yatırım dönemi düşündüklerinden riskli yatırımlara yönelirler.

Servetini sağlama alma dönemi; insanların kariyerlerinin sonuna doğru ulaştıkları, gelirlerinin giderlerinden yüksek olduğu, yatırım portföylerinin büyüme yönünde olduğu dönemdir. Yatırımcılar bu dönemde hala uzun bir yatırım dönemine sahip olduklarını düşündüklerinden riskli yatırımlara girerler, ama gelirlerinin bir kısmını düşük risk taşıyan yatırım araçlarına bağlamayı ihmal etmezler.

Harcama dönemi; insanlar bu dönemde finansal olarak bağımsız olduklarına inanırlar. Emekli olma haklarını kazanmış ya da yeterli düzeyde bir servete sahiptirler. Yatırım yapacak süreleri azaldığından riski az yatırımları tercih ederler. Kendilerini enflasyondan koruyacak yatırım araçlarına öncelik verirler.

Ödül dönemi; insanlar bu dönemde sahip oldukları ile yetinmeleri gerektiğine inanırlar. Kendilerine itibar sağlayacak ve çocuklarını destekleyecek yatırımları tercih ederler. Bu dönemde ikna edilebilirlerse riskli yatırımlara da girebilirler.

**Yatırımcıların Beklentileri:** Yatırımcının beklentisi yatırım kararlarının belirlenmesinde önemli bir yere sahiptir. Çünkü beklentiler doğrultusunda yatırım kararları alınarak yatırımlar gerçekleştirilir. Örneğin yatırımcı yatırımından düzenli bir gelir beklentisi içinde olabilir. Bu durumda düzenli gelir sağlayıcı bir yatırıma yönelecektir. Aynı zamanda yatırımcı yatırım alternatiflerinin risk ve getiri beklentilerini de karşılaştırarak kendine uygun olanı seçecektir.

Yatırımcılar, ne kadar akılcı davransalar da yakın arkadaşlarının ve brokırıların tavsiyelerine de ihtiyaç duyarlar. Dolayısıyla, yatırımcılar kendi hislerinin verdiği eğilimlere göre hareket ederken, diğer taraftan da dışarıdan gelen tavsiyeleri dikkate

---

<sup>20</sup> Karan, Age, s. 693-697.

alabilmektedirler. Böylece yatırımcıları beklentileri ve tavsiyeler doğrultusunda oluşan güdülerle yatırım kararı almaktadırlar<sup>21</sup>.

**Yatırımcıların Gelir Düzeyleri ve Yaşam Biçimleri:** Bireysel yatırımcıların beklentileri ve yatırıma ayıracıkları fon miktarının belirlenmesinde, yatırımcıların gelir durumları ve yaşam biçimleri belirleyici rol oynamaktadır. Gelirin artması yaşam biçimini etkiler. Yüksek bir gelir seviyesine sahip yatırımcılar yüksek bir statüye ulaşırlarken, aksine düşük gelir seviyesine sahip yatırımcıların statüsü de düşük olacaktır. Tabi ki bu durum, yatırımcıların yatırım kararlarını da etkisi altına alacaktır<sup>22</sup>.

Gelir düzeyi yüksek olan yatırımcılar, gelir düzeyi düşük olan yatırımcılara göre riskli yatırımları daha fazla tercih edebilmektedirler. Çünkü bu yatırımcı grubu için yatırıma ayırabilecekleri miktar, toplam gelirleri içinde düşük bir oranda kalacağından dolayı zarardan etkilenme dereceleri de düşük gelirli yatırımcılara oranla daha az olacaktır<sup>23</sup>.

**Yatırımcıların Psikolojik Karakterleri:** Psikolojik karakterleri yardımıyla insanlar kişiliklerine ve ihtiyaçlarına göre sınıflandırılabilir. Bu konuda çalışma yapan MacGruder Bernewell on üç yılı kapsayan araştırması sonucunda, yatırımcıları aktif ve pasif yatırımcılar şeklinde gruplandırarak bir model oluşturmuştur<sup>24</sup>.

Aktif yatırımcılar; hayatları boyunca kendi servetlerini kazanan, kendilerine güvenleri yüksek olan yatırımcılardır. Risk toleransları emniyet ihtiyaçlarının üzerinde olan aktif yatırımcılar, risk toleransına uygun olarak yatırımlarını kontrol etmeyi tercih ederler. Yeterli bilgi ile donandıkları takdirde, büyük yatırımlara girebilir ve yatırım danışmanlarını şaşkına çevirebilirler. Kendi işlerini kurup büyüten küçük iş adamları, tıp cerrahları, mali müşavir ve avukatlar vb. girişimciler bu guruba girerler.

Aktif yatırımcılar yatırım danışmanları ile ilişkilerinde, kendi profesyonel bilgilerine çok güvendiklerinden, danışmanlarına yetki devri yapmazlar. Büyük risk almayı sevindiklerinden, yatırımlarda fazla çeşitlendirmeye gitmek istemezler. Kendi bildiklerini uygulamakta kararlı olduklarından, danışmanlarla güçlkle anlaşılır. Yatırım anlaşmalarında danışmanların hisselerini pazarlık yolu ile belirlerler ve

<sup>21</sup> John W. Schot, "Premier For Investor Behavior", *Psychology Today*, (31), 1998, s. 56-57.

<sup>22</sup> İkbal Aksulu, *Tüketicinin Sosyo-Ekonomik ve Demografik Özellikleri ve Marka Seçimi Davranışları Üzerindeki Etkileri*, İlkem Ofset, İzmir 1993, s. 16-18.

<sup>23</sup> Gültekin Rodoplu, *Para ve Sermaye Piyasaları*, Tuğra Ofset, Isparta 2001, s. 147.

<sup>24</sup> Karan, Age, s. 689-690.

uzmanlıklarını göstermelerini beklerler. Yaşlandıkça enerjileri azaldığından, danışmanlarının paylarını artırır.

Pasif yatırımcılar; pasif olarak servet sahibi olan, miras yolu ile ya da kendi sermayesini riske etmeden, başkalarının sermayelerini kullanarak servet sahibi olan yatırımcılardır. Pasif yatırımcılar için yatırımın emniyeti risk alma toleransının üzerindedir. Genellikle bir gruba bağlı yatırımcılar, büyük firmaların uzman ve yöneticileri, miras yolu ile servet edinenler, politikacılar, bankerler ve gazetecilerdir.

Pasif yatırımcı-danışman ilişkisi değerlendirildiğinde, pasif yatırımcıların danışmanlar tarafından yönetilmeye uygun oldukları, danışmanlarına güvenme eğilimlerinde oldukları, riskten kaçınan bir yatırımcı olarak iyi çeşitlendirilmiş portföyleri tercih ettikleri, riski olduğundan fazla görme eğiliminde olduklarından, alışmadıkları türde yatırımlara yönlendirilmeye ihtiyaç duydukları ve mensup oldukları gruplardan etkilendikleri için onların tavsiyelerini aradıkları görülür.

Bu konu ile ilgili yapılan başka bir çalışmada; Bailard, Biehl ve Kaiser, yatırımcı kişiliklerini güven düzeyi ve eylem yöntemi olmak üzere iki davranış boyutunda sınıflandırarak beş değişik grup oluşturmuştur. Bunlardan birincisi, bir tarafında dikkatli ve akıllı bir kişiliği gösterirken, diğer tarafında duygusal kişilikleri ortaya koymaktadır. İkinci boyut ise, kendine güvenden endişeye uzanan kişilik skalasıdır. Bu iki boyut beş ayrı yatırımcı kişiliğini ortaya koymaktadır<sup>25</sup>.

Serüvenci kişilik yapısı; kendilerine aşırı güvenen, bir iddiaya tüm servetini koyabilen, aynı zamanda da duygusal kişilik özelliğine sahip yatırımcılardır. Bu yatırımcılar yatırım danışmanları ile ilişkilerinde, girişimci özellik gösterirler. Ne istediklerini iyi bilirler. Portföy oluşturmada fazla çeşitlendirmeye gidemezler. Belirli zaman aralıkları ile danışman değişikliğine giderler.

Şöhretli kişilik yapısı; eylemin olduğu yeri seven kişiliklerden oluşan, oluşumun dışında kalmaktan nefret eden, daima son önemli gelişmeyi yakından izleyen kişilik özelliğine sahip yatırımcılardır. Doktorlar, dişçiler, sporcular ve sanatçılar, bu grubun doğal üyeleridir. Bu yatırımcılar, yaptıkları yatırımla ilgili belirli bir fikre sahip değildirlere. Moda olan araçları ve senetleri takip ederler. Riskten kaçınan uzmanlarla anlaşamazlar. Danışmanlarla zor çalışabilecek nitelikte yatırımcılardır.

Bireyci kişilik yapısı; hayatları boyunca kendi kararlarını kendileri veren, dikkatli, metotlu ve analitik düşünceye sahip, bağımsız nitelikte profesyonel

---

<sup>25</sup> Karan, Age, s. 690-693.



yatırımcılardır. Kendi işinin sahibi, küçük iş adamı ya da avukatlardan oluşan yatırımcılar bu gruba dahil yatırımcılardır. Özellik olarak ne istediklerini bilen, kendi araştırmalarını kendileri yapan, riskten kaçan, yatırımlarda aynı zamanda zıt pozisyonlar alabilen yatırımcılardır.

Muhafazakâr kişilik yapısı; paraları konusunda çok titiz, kazanç sağlayabilecekleri süreyi kısa gören, varlıklarını korumaya çalışan, genellikle yaşlı ve emekli kişilerden oluşan yatırımcı tipidir. Yani servetlerini muhafazaya çalışan, risk ve heyecanı sevmeyen, yatırım danışmanlarını seçmede çok dikkatli davranan, itimat ettikleri kişi ile yıllarca çalışabilen, devlet kâğıtlarına yatırım yapmayı seven yatırımcılardır.

Orta yönlü kişilik yapısı; dengeli kişiliğe sahip daha önce hiçbir gruba girmeyen, her bir grubun aşırıya kaçmayan özelliklerini taşıyan, orta düzeyde risk alan yatırımcılardır.

#### 1.2.1.1.2. Finansal Etkenler

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını yönlendiren finansal etkenler; var olan sermayeyi koruma isteği, sermayede bir değer artışı sağlama isteği ile sermayelerinde devamlı ve tatminkâr bir gelir isteği olmak üzere üç tanedir.

**Sermayeyi Koruma İsteği:** Süreklilik arz eden enflasyon, yatırımda kullanılan sermayeyi olumsuz olarak etkileyen en önemli etmendir. Enflasyon, işletmenin sahip olduğu öz sermayenin defter değerinde bir artış meydana getirirse de defter değerindeki bu artış, işletmenin piyasadaki hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmamaktadır<sup>26</sup>.

Hisse senedinin fiyatının düşmesine neden olan başka bir faktör ise, genel faiz oranıdır. Enflasyon nedeni ile yatırımların değer kaybettiğini gören yatırımcılara, birikimlerini nakit olarak tutmaları için yüksek oranda faiz ödemek gerekecektir<sup>27</sup>.

**Değer Artışı Sağlama İsteği:** Yatırım sahipleri, sermayelerini arttırmak istediklerinde sermayelerinde değer artışı sağlayan yatırımlara yönelmeyi tercih ederler. Yatırımcılar, değer artışı sağlamak amacıyla enflasyon oranının üzerinde değer artışı veya gelir getiren menkul kıymetlere yatırım yaparlar. Fakat değer artışı sağlamak risk taşıyan bir amaç olup yatırım alternatiflerinde risk arttıkça talep edilen değer artışı da artmaktadır. Yatırıma dönüştürülen sermaye miktarında oldukça yüksek bir artış

<sup>26</sup> Ali İhsan Akgün, "Enflasyonun Finansal Yönetim Üzerine Etkileri", *Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, VI (1), 1996, s. 265.

<sup>27</sup> Küçükşille, Age, s. 31.

beklentisi varsa hisse senetlerine yatırım alternatifi tercih edilebilir. Ancak daha düşük bir risk ve değer artışı beklentisi taşıyorsa hisse senetleri yerine tahvil tercih edilebilir<sup>28</sup>.

**Devamlı ve Tatminkâr Bir Gelir Sağlama İsteği:** Hemen hemen bütün yatırımcılar yatırımlarından devamlı ve tatminkâr bir gelir elde etmek isterler. Yatırım araçlarından elde edilecek gelirler çeşitli faktörlere bağlı olarak değişmektedir. Ekonomik etkenlere bağlı olarak sağladığı gelirlerde çok fazla dalgalanma gösteren yatırım araçlarını tercih eden yatırımcılar bulunabilir. Ancak yatırımcıların büyük çoğunluğu riskten kaçınır bir tutum içinde olduklarından dolayı yeterli ve istikrarlı gelir sağlayan yatırım araçlarını tercih ettikleri görülmektedir<sup>29</sup>.

#### 1.2.1.1.3. Çevresel Etkenler

Bireysel yatırımcılar yatırım kararlarını verirken bir takım çevresel etkenlerin de etkisi altında kalmaktadırlar. Bu çevresel etkenler; tasarruf sahibinin içinde bulunduğu kültürel durum, sosyal statüsü, referans grubu ve grup-aile ilişkisi gibi etkenlerdir.

**Sosyal ve Kültürel Durum:** Kültür; bir toplumu niteleyen genel bir davranış biçimi, entelektüel ve sosyal miras olarak tanımlanabilir. Kültürel değerler ise, bireyler tarafından sosyalleşme süreci içinde öğrenilmektedir. Dolayısıyla bireylerin tutum ve düşünceleri büyük ölçüde içinde yaşadığı kültürü yansıtmaktadır. Bu bağlamda, tasarruf sahibinin sosyal ve kültürel durumu, karar verme sürecini de etkilemektedir. Tasarruf sahibinin yaşı, cinsiyeti, eğitim düzeyi ve mesleki durumu gibi etkenler karar alma durumunda tasarruf sahibinin hareket noktasını belirleyecektir. Örneğin yaşlı bireyler daha az risk alırken, bayan bireyler yatırım kararlarında daha tutucu davranabileceklerdir. Eğitim düzeyi yüksek olan bir tasarruf sahibi daha çok inceleme ve analiz yaparak yatırım kararı alırken, düşük gelirli bir tasarruf sahibi, yüksek gelirli olanlara göre daha tutucu davranabilecektir<sup>30</sup>.

**Referans Grup:** Referans grup, bireyin tutum ve davranışlarını değiştiren ve insanlardan oluşan topluluktur. Bu topluluk, bireylerin davranışlarını

<sup>28</sup> Küçükşille, Age, s. 32.

<sup>29</sup> Ahmet Aksoy ve Cihan Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Gazi Kitabevi, 3. Baskı, Ankara 2007, s. 10.

<sup>30</sup> Usul ve diğerleri, Agm, s. 140.

değerlendirmesinde de referans noktasını oluşturmaktadır. Çünkü birey kararlarını, referans gruba bilgi danışarak, düşünce ve hareketlerini rehber alarak vermektedir<sup>31</sup>.

**Grup ve Aile:** Grup, bireylerin üyesi olduğu ve karşılıklı ilişkilerin sürdürüldüğü ve en az iki kişiden oluşan insanlar topluluğudur. Grubun bireyler üzerindeki etkisi ortaya koyduğu değerlere, normlara ve inançlara bağlıdır. Aile ise, yüz yüze ilişkilerin olduğu birincil bir gruptur. Aile birey üzerinde, gruplardan daha güçlü bir etkiye sahiptir<sup>32</sup>.

Tasarruf sahibi bir grup ya da aile içinde yaşadığından dolayı alacağı kararlarda bu grup veya ailenin etkisi göz ardı edilemez. Çünkü bireyler bir konu hakkında karar verme aşamasında yalnız kaldıklarında yanlış karar alma düşüncesine sahip olduklarından kendilerini güvensiz hissederek grup veya ailenin onayına ihtiyaç duymaktadırlar<sup>33</sup>.

Alınacak kararlarda grubun etkisi seans salonlarında görülebilir. Tasarruf sahibi yatırım yapmamayı düşünse bile gruptaki bir bireyin o yönde yatırım yaptığını görürse, kendisi de *sürü psikolojisinin* etkisi ile aynı yönde karar alabilir<sup>34</sup>.

#### 1.2.1.2. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yapma Yöntemleri

Sermaye Piyasası'nda yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcıların önünde iki yol bulunmaktadır. Bunlar; yatırımcıların tasarruflarını bizzat kendileri yönetmesi veya profesyonel fon yöneticilerinin (kurumsal yatırımcılar) hizmetlerinden yararlanmadır<sup>35</sup>.

##### 1.2.1.2.1. Tasarrufunu Kendin Yönet Yöntemi

Yatırımcı kendi imkânlarını kullanarak analizini yapar veya araştırma ve danışmanlık şirketlerinden yatırım önerilerini satın alır. Böylece portföyünde nelerin yer alacağına karar verir ve yatırımını yapar. Bu yöntemin avantaj ve sakıncaları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

#### Avantajları;

- Yatırımcı parasının hangi yatırım aracında olduğunu bilir.
- Yatırımın getirisi tamamı ile kendi kararının sonucudur.
- Yatırımcı parasını yönetmekten haz alır.

<sup>31</sup> Aksulu, Age, s. 31.

<sup>32</sup> Küçüksille, Age, s. 34.

<sup>33</sup> Usul ve diğerleri, Agm, s. 141.

<sup>34</sup> Usul ve diğerleri, Agm, s. 141.

<sup>35</sup> <http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim Tarihi: 04.03.2009)

**Sakıncaları;**

- Araştırma yapma ve satın alma maliyeti yüksektir.
- Araştırma yeterli olmayabilir.
- Yönetilen para araştırma ve komisyon giderlerini karşılamak için yeterli büyüklükte olmayabilir.
- Az sayıda araca yatırım yapılması nedeniyle risk yeterince dağıtılamayabilir.
- Uzman yönetim eksikliği ve her bir yatırım aracı ile yeterince ilgilenememe söz konusudur.

**1.2.1.2.2. Profesyonel Fon Yöneticilerinin Hizmetlerinden Yararlanma**

Yatırımcı, parasını bir sözleşme çerçevesinde portföy yöneticisine verir ve yöneticinin performansını değerlendirir. Böyle bir durumda tasarrufunu kendin yönetiminin sakıncalarının büyük bir çoğunluğu ortadan kalkar. Fon yöneticileri yatırım araçlarına ilişkin analizlerini yapar, ekonominin yönünü tahmin eder ve portföyün içerisinde hangi yatırım aracından ne miktarda yer alacağına karar verir. Tek bir yatırımcının araştırma için ayıracağı bütçenin çok daha fazlasını fonun tamamını yönetmek için kullanır ve alım-satımda ödeyeceği komisyon oranı bireyden daha düşüktür. Fon yönetim şirketlerinin türleri aşağıda kurumsal yatırım ve kurumsal yatırımcılar başlığı altında işlenmektedir.

**1.2.2. Kurumsal Yatırım ve Kurumsal Yatırımcılar****1.2.2.1. Kurumsal Yatırım**

Genellikle tasarruf sahibi olan bireyler, tasarruflarını finansal piyasalarda finansal varlıklara yatırım bilgisi, deneyimi ve becerisine sahip değildirlir<sup>36</sup>. Aynı zamanda tasarruflarının hacmi, çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek büyüklüğe ulaşamamaktadır<sup>37</sup>. Tüm bu sayılan nedenlerden ötürü küçük tasarruf sahipleri sermaye piyasalarına bireysel yatırımcı olarak fon sunmak yerine kurumsal yatırımların sunduğu bir takım avantajlardan yararlanma yolunu seçebilmektedir.

En basit anlamıyla kurumsal yatırımlar; bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçevede içinde değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Fon oluşturma dar

<sup>36</sup> Cevat Sarıkamış, *Sermaye Pazarları*, Alfa Basım Yayım Dağıtım, Genişletilmiş 4. Basım, İstanbul 2000, s. 101.

<sup>37</sup> Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Karahan Kitapevi, Genişletilmiş 4. Baskı, Adana 2007, s. 246.

anlamda, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi ile açıklanabilir. Dolayısıyla, tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, hukuki bir çerçeve içinde, kollektif ve organize bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi, yatırımlarda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmıştır<sup>38</sup>.

Tüm Dünya ülkeleri karşılaştırmalı olarak incelendiğinde, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile kurumsal yatırımlar arasında yakın bir ilişki göze çarpmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, kurumsal yatırımcıların toplamış olduğu önemli miktardaki fonlar, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansman için önemli bir kaynak olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarında kurumsal yatırımcılar bu fonksiyonu tam olarak yerine getirememektedir. Bunun en temel nedeni olarak, bu ülkelerdeki gelir düzeyinin düşüklüğü ve buna bağlı olarak tasarruf artışının yeterli düzeyde olmaması gösterilmektedir<sup>39</sup>.

Ülkelerin ekonomik gelişmelerine bakıldığında sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın, kişi başına gelir düzeyi, gelir dağılımı, bireylerin tasarruf eğilimlerinin artması ve uzun vadeli fonların oluşması ile doğrudan ilişkili olduğu görülmektedir. Bireylerin gelirlerinden tasarrufları sonucu oluşan birikimleri kurumsal yatırımcılar tarafından bir havuzda toplanmakta ve uzun vadeli yatırımlara dönüştürülmektedir. Böylece kurumsal yatırımların artması ekonomik kalkınmada büyük rol oynamaktadır.

Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının talep yönünü oluşturan en önemli unsur, kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar, çeşitli kaynaklardan topladıkları yüksek tutardaki fonları, uzman kadrolar yönetiminde getiri ve risk beklentilerine göre sermaye piyasası araçlarına yönlendirerek değerlendirmektedir. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, özel emeklilik fonları, sigorta şirketleri vb. kurumsal yatırımcılar, bireysel küçük tasarrufların oluşturdukları havuzları sermaye piyasalarına yönlendirerek, bu piyasaların ve sonuçta ülke ekonomilerinin sağlıklı, hızlı ve istikrarlı şekilde büyümesine ve gelişmesine önemli katkıda bulunmaktadır. Ülkelerin ekonomik kalkınma süreçleri incelendiğinde söz konusu kurumların portföy büyüklükleri ile gelişmişlik düzeyleri arasında sıkı bir ilişki olduğu görülmektedir<sup>40</sup>. Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımlar portföyü çok büyük miktarlara ulaştırmışken, az gelişmiş yahut gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların yetersiz olması ve kurumsal

<sup>38</sup> Neil Mackinnon ve Paul Neal, *Economics: A Guide for The Financial Markets*, Ifr Publishing 1992, s. 3.

<sup>39</sup> İsrail Zor ve Suphi Aslanoğlu, "Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (26), 2005, s. 184-185.

<sup>40</sup> KYD, Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri, Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği, (www.kyd.org.tr) (Erişim Tarihi: 20.03.2009)

yatırımlara ilginin yeterince uyandırılmaması nedeniyle portföy büyüklükleri istenilen seviyelere ulaşamamaktadır.

#### 1.2.2.1.1. Kurumsal Yatırım İlkeleri

**Riskin Dağıtılması İlkesi:** Geleceğin kesin olarak bilinmemesi, yani belirsiz oluşu riski gündeme getirmektedir<sup>41</sup>. Webster sözlüğünde risk; tehlike, kaybetme, zarara veya hasara maruz kalma şeklinde tanımlanmıştır. Böylece risk; istenmeyen bir olayın olması olasılığı olarak ifade edilebilir<sup>42</sup>.

Beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak da ifade edilebilen riski tamamen elimine etmek mümkün olmamakla birlikte çeşitlendirme yoluyla dağıtmak mümkündür. Çünkü piyasa riski olarak adlandırdığımız risk unsuru çeşitlendirme ile dahi yok edilememektedir. Örneğin savaş, enflasyon, yüksek faiz oranları, durgunluk gibi faktörlerden kaynaklanan riskler pazar riski olarak adlandırılır ve bu riskler çeşitlendirme ile dahi yok edilemezler.

Çeşitlendirme; “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde tanımlanabilir<sup>43</sup>. İyi bir çeşitlendirmeye risk azaltılabilmektedir. Ancak genel olarak bireysel yatırımcılar çok iyi bir çeşitlendirmeye riski en aza indirebilecek yatırımda kullanabilecekleri bir birikime sahip değillerdir. Oysa kurumsal yatırımcılar hem uzman bir ekiple çalışmalarından hem de çok büyük tutarlara ulaşan birikimleri yönetmenin verdiği avantajlarla çeşitlendirme yaparak riski azaltabilmektedirler.

Riskin dağıtılması; finansal, hukuki, coğrafi ve ekonomik vb. değişik açılardan düşünülebilmektedir<sup>44</sup>.

Finansal yönden riskin dağıtılması; fonların, küçük bölümler halinde belli bir ortaklığa veya devlet iç borçlanma senetlerine yatırılmasını ifade etmektedir. Burada belirli bir ortaklığın hisse senetlerinin sadece belirli bir bölümü satın alınmaktadır. Böylelikle hem şirketin herhangi bir kurumsal yatırımcı tarafından satın alınması önlenmekte hem de şirketin zarar ve iflası durumunda kurumsal yatırımcıların daha az risk alması sağlanmaktadır.

Riskin hukuki yönden dağıtılması; yatırıma konu edilen menkul kıymetlerin yatırımcılara farklı yasal haklar doğuran yatırım araçları arasında uygun şekilde

<sup>41</sup> Muammer Erdoğan, *Finansal Yönetim*, Aktif Yayınevi, Erzurum 2009, s. 178.

<sup>42</sup> Eugene F. Brigham, *Finansal Yönetimin Temelleri Cilt-I*, Çevirenler: Özdemir Akmut ve Halil Sarıaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları, No: 206, Ankara 1996, s. 105.

<sup>43</sup> Jack Clark Francis, *Investments: Analysis and Management*, McGraw-Hill Book Company, Second Edition, New York 1976, s. 400.

<sup>44</sup> Hüseyin Dalğar, *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 249, 2007, s. 6-7.

dağıtılmasını ifade etmektedir. Örneğin hisse senetleri sahibine ortaklık hakkı verirken, hazine bonosu alacaklılık hakkı vermektedir. Dolayısıyla portföyde hem hisse senedi hem de hazine bonosundan belirli oranlarda bulundurulmaktadır.

Coğrafi yönden riskin dağıtılması; yatırımların bölge, ülke vb. coğrafik ölçüleri dikkate alarak bölümlendirilmesini ifade etmektedir ve daha çok uluslar arası kurumsal yatırımlarda söz konusu olmaktadır.

Riskin ekonomik yönden dağıtılması ise; kurumsal yatırımlara konu olan menkul kıymetlerin değişik sektörler arasında dağıtılması anlamına gelmektedir. Örneğin kurumsal yatırıma konu olan menkul kıymetlerin bir bölümü mali sektör işletmelerine, bir bölümü gıda sektörü işletmelerine, bir bölümü de tekstil sektörü işletmelerine ait olacak şekilde dağıtılarak risk azaltılabilmektedir.

**Profesyonel Yönetim:** Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Kurumsal yatırımcılar ise, çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından, gerekli donanım ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yetişmiş elemanlara sahiptirler. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiğini sürekli bir şekilde takip ederek gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirirler<sup>45</sup>.

**Kamuyu Aydınlatma İlkesi:** Kamuyu aydınlatma, finansal piyasaların enformasyon sağlama işlevi ile paralel düşünülen bir ilkedir. Bu ilke finansal piyasalarda faaliyet gösteren tüm halka açık anonim şirketler için söz konusudur. Kurumsal yatırımcılar da çoğunlukla halka açık anonim şirket statüsünde olduğu için kamuyu aydınlatmaya ilişkin ilke ve kurallar, kurumsal yatırımcılar içinde geçerlidir<sup>46</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin temel unsuru, kamuya yapılan açıklamalar, bir başka ifade ile yayınlanan raporlardır. Halka açık anonim şirketler, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları gibi ortaklıklar ve diğer kurumsal yatırımcılar, Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) belirlenmiş olan düzenlemeler gereği kamuyu aydınlatmaya ilişkin

<sup>45</sup> Canan Sancakdar, *Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2006, s. 24.

<sup>46</sup> Dalğar, Age, s. 7.

ilkelere uymak ve düzenli bir şekilde faaliyetlerine ilişkin bilgileri kamuoyu ile paylaşmak zorundadırlar<sup>47</sup>.

**Fonların Menkul Kıymetlere Yönlendirilmesi İlkesi:** Kurumsal yatırımlardaki temel anlayış, riski asgariye indirme eğilimli olarak rasyonel portföyler oluşturmaktır. Tasarruf sahiplerinin birikimleri bir havuzda toplanarak farklı menkul kıymetlere yatırılmakta, karşılığında da katılımcılara katılma belgeleri verilmektedir. Kurumsal yatırımcılar nitelikleri gereği, portföylerine aldıkları herhangi bir şirketin hisse senetlerinin tümünü ya da şirket yönetimini ele geçirebilecek bir orandaki hisseyi alma amacı güdemezler. Yani kurumsal yatırımcıların portföylerine alacakları menkul kıymetler sınırlandırılmıştır<sup>48</sup>.

#### **1.2.2.2. Kurumsal Yatırımcılar ve Finansal Piyasalardaki Kurumsal Yatırımcı Türleri**

Bir ülkenin ekonomik kalkınma ve büyümesi bir dönemde o ülkede yapılan net reel aktif yatırımların toplamı ile yakından ilişkilidir. Bu aktif yatırımlarının finansman kaynağını ise, o dönemde ülke içinde yapılmış tasarruflar ile ülke dışından sağlanan sermaye fonları oluşturur<sup>49</sup>. Küçük tasarrufların ekonomiye kazandırılması sürecinde kurumsal yatırımcılar hayati bir öneme sahiptirler. Küçük tasarruf sahipleri yatırım noktasındaki eksikliklerinden dolayı yatırım yapmaktan kaçınabilmektedirler. Oysa kurumsal yatırımcıların varlığı ile bireysel tasarruflar yatırıma kanalize edilebilmekte ve sermaye piyasalarının gelişmesi ile ekonomik kalkınmada önemli ilerlemeler gerçekleştirilebilmektedir.

Tasarrufların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi, en az tasarruf hacminin artırılması kadar önemlidir. Etkin yatırım alanların belirlenmesi ve fonların bu alanlara aktarılması ise alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanmasını ve işlenmesini gerektirmektedir. Söz konusu bu fonksiyonların yerine getirilebilmesi, ancak profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığı durumunda söz konusu olmaktadır<sup>50</sup>.

Kurumsal yatırımcılar; küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten

<sup>47</sup> Dalğar, Age, s. 7.

<sup>48</sup> Ozan Yönu, *Kurumsal Yatırımlar ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2001, s. 7.

<sup>49</sup> Sarıkamış, Age, s. 11.

<sup>50</sup> Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, İMKB Araştırma Yayınları, No: 7, İstanbul 1995, s. 1.



uzmanlaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır<sup>51</sup>. Başka bir tanımlama ile kurumsal yatırımcılar; genel olarak bireysel yatırımcı, tasarruf sahipleri ve sigortalılardan menkul kıymet veya poliçe gibi araçlar karşılığı toplanan fonları, nihai fon kullanıcılarına aktarma fonksiyonunu gerçekleştiren kuruluşlardır<sup>52</sup>.

Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasaların gelişmesinde ve küçük tasarruflarının bir arada toplanarak verimli alanlara kanalize edilmesinde, önemli bir fonksiyonu gerçekleştirmektedir. Küçük birikimleri bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, aynı zamanda sermayenin daha geniş bir tabana yayılması gibi önemli bir fonksiyon ifa etmektedir<sup>53</sup>.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarının gelişiminde önemli rolü literatürde geniş şekilde tartışılmıştır. Birçok teorik nedenler ve ampirik bulgular kurumsal yatırımcıların sermaye piyasası gelişme sürecine ihmal edilemeyecek etkisinin bulunduğunu göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar; değişime aracılık etme, tasarruf birikimi, kaynak transferi, risk yönetimi, risk kontrolü, fiyat bilgisinin sağlanması ve asimetrik bilgi sorununun çözümü işlevleri aracılığıyla sermaye piyasasının gelişimini etkilemektedir<sup>54</sup>.

Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasalar açısından başlıca iki önemli fonksiyonu yerine getirmektedir<sup>55</sup>.

Bunlardan ilki, nihai fon kullanıcılarına uzun vadeli ve doğrudan fon sağlamak yoluyla ekonomide geleneksel finansman yöntemlerinin dışında yeni yöntemlerin oluşmasına ve gelişmesine yardımcı olmaktır. Ekonomide yeni finansman yöntemlerinin oluşması ve gelişmesi, aynı zamanda finansal piyasaların derinliğinin artması ve gelişmesi anlamına gelmektedir.

İkincisi ise, kurumsal yatırımcılar ellerinde büyük miktarlarda fon tutmakta, bu fonların da bir kısmı ile ikincil piyasalarda menkul kıymet alım-satımı yaparak bu piyasalar içinde istikrar sağlayıcı bir rol oynamaktadırlar. Kurumsal yatırımcıların istikrar sağlama fonksiyonu, aşırı yüksek fiyattan belirlenmiş menkul kıymetleri satmaları veya aşırı düşmüş bir menkul kıymeti satın almaları yoluyla gerçekleşmektedir. Ancak unutmamak gerekir ki, kurumsal yatırımcıların istikrar

<sup>51</sup> Güler Aras ve Alövsat Müslümov, "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası Gelişmesi: Nedensellik İlişkisi Analizi", *İMKB Dergisi*, VIII (29), 2004, s. 3.

<sup>52</sup> Selim Soydemir, *Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri (1981-1993), Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi*, SPK Yayınları, No: 17, Ankara 1996, s. 205.

<sup>53</sup> Oral Erdoğan ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul 1998, s. 1.

<sup>54</sup> Aras ve Müslümov, *Agm*, s. 3.

<sup>55</sup> Soydemir, *Agm*, s. 206.

sağlama gücü kadar spekülâtif politikalar izlemeleri halinde istikrarsızlığı daha da derinleştirme güçleri de bulunmaktadır.

Ekonomik kalkınmanın istikrarlı bir şekilde geliştirilebilmesinde gerekli olan tasarruf hacminin artırılmasında ve bu tasarrufların etkin yatırım alanlarında kullanılmasında önemli işlevlere sahip olan kurumsal yatırımcıların<sup>56</sup> piyasalardaki temel işlevlerini aşağıda belirtildiği şekliyle özetlemek mümkündür<sup>57</sup>;

➤ Sahip oldukları teknik donanım ve nitelikli personel sayesinde mali piyasalardaki gelişmeleri ulusal ve uluslararası düzeyde izleyebilme ve bu sayede portföylerini ulusal ve uluslararası bazda çeşitlendirebilme,

➤ Teknik donanım, nitelikli personel ve çeşitlendirme olanakları sayesinde performanslarını artırdıkları için bireysel yatırımcıların ilgisini çekerek finansal piyasaya daha fazla ve uzun vadeli fon akışını sağlama,

➤ Değişik risk tercihlerine sahip bireysel yatırımcılar için çeşitli yatırım kompozisyonları üretebilme,

➤ Küçük tasarruf sahiplerinin daha az risk ile daha çok getiri elde edebilmeleri,

➤ Finansal piyasadaki yatırım süreçlerini kolaylaştırma ve hızlandırma,

➤ Finansal derinliğin artmasına yardımcı olma,

➤ Finansal piyasaların gelişmesi ile ekonomik gelişmişliği sağlama.

Finansal piyasaların en önemli yatırımcı grubunu oluşturan kurumsal yatırımcılar genel olarak; yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, soysal güvenlik kuruluşları, portföy yönetim şirketleri ve emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Söz konusu kurumsal yatırımcı türleri aşağıda ayrıntılı olarak incelenmektedir.

#### **1.2.2.2.1. Yatırım Fonları**

Yatırım fonları, küçük birikimcilerin bir araya getirilerek toplanan paraların çeşitli sermaye piyasası araçlarına yatırılması esasına dayalı bir kolektif yatırım modelidir<sup>58</sup>. Bir başka ifadeyle yatırım fonları, halktan toplanan parayı yatırımcı adına inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması ilkeleri doğrultusunda portföy yönetimi yaparak değerlendiren finansal kurumlardır. Bireysel yatırımcılardan toplanan para karşılığında

<sup>56</sup> Sancakdar, Ağı, s. 14.

<sup>57</sup> Abdullah Kaya ve Bilgehan Yazıcı, "Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü", 2002, s. 2. [www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal\\_Yatirimci\\_BYazici.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal_Yatirimci_BYazici.pdf), (Erişim Tarihi:20.03.2009); Dalğar, Age, s. 10-11.

<sup>58</sup> Ayşe Sumer, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*, Alfa Yayınları, Geliştirilmiş 3. Baskı, İstanbul 2002, s. 127.

arz edilen paylara katılma belgesi adı verilmektedir. Katılma belgesi, kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, belge sahibinin fona kaç pay ile katıldığını göstermektedir. Kaydi değer olarak tutulan belgeler, belge sahibinin kurucuya karşı haklarını gösterir niteliktedir<sup>59</sup>.

Ülkemiz uygulamasında Yatırım Fonlarının yasal dayanağını 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 37. ve 38. maddeleri oluşturmakta ve tüzel kişiliği bulunmayan bu oluşum “Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacı ile kurulan mal varlığı” şeklinde tanımlanmaktadır.

Yatırım fonlarındaki yatırım ilişkisi temelde kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf sahipleri olmak üzere dört unsurdan oluşmaktadır. Kurucu; bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine sunan ve fonun her türlü işlemlerinden dolayı sorumlu olan kuruluştur. Portföy yöneticisi; kurcu tarafından atanan ve fonun varlıklarını fonun amaçlarına yönelik olarak yönetmekle sorumlu olan kişidir. Saklama kuruluşu; fon portföyündeki varlıkları saklama ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekle sorumludur. Tasarruf sahipleri ise; fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu kişiler fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseleri yani katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır<sup>60</sup>.

Ülkemizde yatırım fonları genel olarak A tipi ve B tipi olmak üzere iki şekilde kurulur.

A Tipi Yatırım Fonu; Fon iç tüzüklerinde belirtmek suretiyle, portföy değerlerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25’ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT’ler dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatıran fonlardır.

B Tipi Yatırım Fonu ise; A tipi yatırım fonu haricinde kalan diğer fonlardır.

Yatırım fonlarına tip sınıflaması yanında bir de tür kavramı getirilmiştir. Bu uygulamanın amacı ise, farklı portföy yapılarına sahip fonlar oluşturmak yoluyla farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilmektir<sup>61</sup>.

<sup>59</sup> Erdoğan ve Özer, Age, s. 7.

<sup>60</sup> Saim Kılıç, *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*, İMKB Yayınları, Ankara 2002, s. 6-7.

<sup>61</sup> Yatırım Fonları, *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Tisamat Basım Sanayi, İstanbul 2003, s. 16-17.

Yatırım fonlarına esaslar tebliğinin 5. maddesine göre yatırım fonları, iç tüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıda Tablo 1.2’de gösterildiği türlerde kurulabilir.

**Tablo 1.2: Yatırım Fonu Türleri**

<b>Portföyünün En Az %51'ini Devamlı Olarak</b>	
<b>Hisse Senedi Fonu</b>	Türk hisse senetlerine yatırmış olan fonlar
<b>İştirak Fonu</b>	Kurucusunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış olan fonlar
<b>Grup Fonu</b>	Belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırmış olan fonlar
<b>Sektör Fonu</b>	Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış olan fonlar
<b>Tahvil ve Bono Fonu</b>	Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış olan fonlar
<b>Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu</b>	Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış olan fonlar
<b>Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu</b>	Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış olan fonlar
<b>Portföyünün En Az %80'ni Devamlı Olarak</b>	
<b>Endeks Fon</b>	Esas alınan bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde ve portföyünün en az %80'i devamlı olarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar
<b>Özel Fon</b>	Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş olan fonlar
<b>Portföyünün Tamamı</b>	
<b>Karma Fon</b>	Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşmak ve her birinin değeri, fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar
<b>Likit Fon</b>	Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarının yer alması ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar
<b>Değişken Fon</b>	Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmemek

Kaynak: Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, md. 5.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurup yönetebilirler. Buna göre ülkemizde bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SGK, OYAK ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup yönetebilmektedirler<sup>62</sup>.

#### 1.2.2.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulmuş olan sermaye piyasası kurumlarıdır<sup>63</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32. maddesine göre yatırım ortaklıkları, portföy işletmek amacıyla kurulmakta olup portföyünü sermaye piyasası araçları başta olmak üzere, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden müstakil veya karma bir şekilde oluşturabilmektedirler. Oluşturulan portföyde hangi menkul kıymet fazla ise yatırım ortaklığı o isim ile anılmaktadır.

Kayıtlı sermaye esasına göre ve hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle kurulan yatırım ortaklıklarına tasarruf sahipleri, ikinci el piyasadan (borsa) satın aldıkları hisse senedi ile katılmakta, ortaklıktan çıkarma ise borsa yoluyla olmaktadır. Tasarruf sahipleri yatırım ortaklığı hisse senetlerinin alış ve satış fiyatları arasındaki olumlu farktan alım-satın kazancı (sermaye kazancı), kar dağıtımında ise temettü kazancı elde etmektedirler<sup>64</sup>.

Yatırım ortaklıkları esas itibariyle TTK hükümlerine göre kurulan anonim ortaklıklardır. Ancak yatırım ortaklıklarını diğer ortaklıklardan farklı kılan onların faaliyet konuları olup yukarıda sayılan faaliyetlerde bulunabilmeleri için sermaye piyasasının ilgili otoritelerinden gerekli faaliyet iznini almak zorunda olmaları ve sonrasında ise sermaye piyasası düzenlemelerine tabi bulunmalarındır<sup>65</sup>.

Ülkemiz sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım ortaklıkları; menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları olmak üzere üç tanedir.

<sup>62</sup> Yatırım Fonları, Age, s. 18.

<sup>63</sup> Sudi Apak, *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1995, s. 54.

<sup>64</sup> Selman Koç, "4369 Sayılı Kanun Çerçevesinde Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Paylarının Vergilendirilmesi", *Vergi Dünyası Dergisi*, (214), 1999, s. 2.

<sup>65</sup> Ekrem Çanakçı, *İMKB'de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Finansal Analizi (2005-2007)*, Araştırma Raporu, SPK Yayınları, Ankara 2008, s. 4.

**Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO):** Sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır<sup>66</sup>. Yatırım ortaklıkları, yatırım fonlarında olduğu gibi A ve B Tipi olmak üzere iki ayrı tipte kurulabilmektedir. Portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları A Tipi, bunun dışında kalanlar B Tipi olarak adlandırılmaktadır.

Yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliğinde MKYO'ların başlıca işlevleri aşağıdaki şekilde sayılmıştır<sup>67</sup>.

Portföy işletmek amacıyla;

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek biçimde dağıtmak,
- Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak.

**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GMYO):** Gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır<sup>68</sup>.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliğinde GYO'ların genel olarak faaliyet alanları<sup>69</sup>;

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikleri yapmak, çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek

<sup>66</sup> Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4).

<sup>67</sup> Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4).

<sup>68</sup> Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No:11).

<sup>69</sup> Özkan Susar, *Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Adalet Yayınevi, Ankara 2004, s. 161.

portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak,

➤ Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında ilgili tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanması,

➤ Portföydeki varlıkların değerlerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanması,

➤ Portföy dışarıdan danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yürütülüyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarının izlenmesi,

➤ Kendilerine yüklenen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetlerin gerçekleştirilmesi, şeklinde belirtilmiştir.

#### **Risk Sermayesi (Girişim Sermayesi) Yatırım Ortaklıkları (RSYO):**

Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapan ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak belirtilen yatırım ortaklıklarıdır<sup>70</sup>.

Risk sermayesi, iyi bir iş kurma fikrine ve bilgisine sahip olan ancak yeterli finansman imkanı olmayan girişimcilere fikirlerini hayata geçirme imkanını verecek finansmanı sağlayan bir modeldir<sup>71</sup>. Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zaman başarı ile uygulanan risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş bir finansal yöntemdir<sup>72</sup>.

Risk sermayesi günümüzde tüm dünyada çok yaygın bir şekilde uygulanan hatta ülke ekonomilerinin gelişmesinde önemli rol oynayan bir finansman modelidir. Risk sermayesi tasarrufları doğrudan sabit sermaye yatırımlarına aktardığı için bir ülkenin sanayileşmesine büyük katkı sağlamaktadır. Ayrıca bu model aracılığı ile yapılan yatırımların önemli bir kısmı teknolojik yenilik ve gelişmelere yönelik olduğu için o ülkede teknolojinin gelişmesine de doğrudan katkı sağlamaktadır<sup>73</sup>.

<sup>70</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No:15).

<sup>71</sup> Yaşar Aydın, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, *Standard Dergisi*, XLIII (516), 2004, s. 52.

<sup>72</sup> Ali Haydar Ark, “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, *Activeline*, Mart-Nisan 2002, s. 1.

<sup>73</sup> Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*, SPK Yayınları, No: 19, Ankara 2001, s. 41.

### **Yatırım Fonları İle Yatırım Ortaklıkları Arasındaki Bazı Farklılıklar:**

Sermaye piyasasına etkinliği arttırmak için faaliyette bulunan yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasında ortak noktalar oldukça fazla olmakla birlikte bu iki kurum arasında bazı farklılıklar da söz konusudur. Yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki bazı farklılıklar şunlardır;

➤ Yatırım ortaklıkları, bağımsız bir tüzel kişiliğe sahip bir anonim ortaklık biçiminde kurulurken, yatırım fonları ayrı bir tüzel kişiliğe sahip değildir. Yatırım fonu, bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulan bir mal varlığıdır.

➤ Yatırım ortaklıklarının sermayesi ihraç ettiği hisse senetlerinden oluşurken, yatırım fonlarında mal varlığı fon kurucularına karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli belge niteliğinde olan katılma belgeleri ile toplanan tasarruflardan oluşur.

➤ Katılma belgeleri fona geri satılarak nakde dönüştürülebilir ancak, hisse senetleri ortaklığa satılamaz sadece borsada satışı mümkündür.

➤ Katılma belgeleri fon kurucularından ATM makinelerinden alınabilirken, hisse senetleri ise ancak borsada işlem yapmaya yetkili aracı kurumlarca verilen emirler ile alınabilir.

➤ Yatırım fonları kar dağıtımını yapamaz ancak yatırım ortaklıkları yapabilir.

➤ Portföy sınırlamaları bazı konularda farklılık içerir.

➤ Yatırım fonlarında fonun net aktif değerinin tedavüldeki pay sayısına bölünmesi ile elde edilen rakam birim katılma belgesi fiyatını verirken, yatırım ortaklıklarında fonların aksine portföy değeri hisse senedi fiyatını belirleyen tek kriter değildir.

#### **1.2.2.3. Sigorta Şirketleri**

Sigorta kavramı; hukuk, ekonomi, tarih, aktüeryal bilimler, risk teorisi ve sosyoloji gibi birçok disiplinler tarafından farklı şekillerde tanımlanmaktadır. *American Risk and Insurance Associationa* ait risk ve sigorta terminolojisine göre sigorta; “tesadüfi zararları bir havuzda toplayıp, riskleri, gelecekte karşılaşılabileceği zararlar için kendisini teminat altına alan sigortalılar arasında dağıtımını gerçekleştirerek, maddi kazanç sağlanmakta veya risk ile ilgili servisleri birleştirmek” biçiminde tanımlanmaktadır<sup>74</sup>.

<sup>74</sup> George E. Rejda, *Principles of Risk Management and Insurance*, Addison Wesley Longman, Seventh Edition, Boston 2001, s. 20.



Türk Ticaret Kanununda sigorta; “Sigorta bir akittir ki, bununla sigortacı bir prim karşılığında diğer bir kimsenin para ile ölçülebilir bir menfaatini halele uğratan bir tehlikenin meydana gelmesi halinde tazminat vermeyi yahut bir veya birkaç kimsenin hayat müddetleri sebebiyle veya hayatlarında meydana gelen belli bir takım hadiseler dolayısıyla bir para ödemeyi veya sair edalarda bulunmayı üzerine alır” şeklinde tanımlanmaktadır<sup>75</sup>.

Başka bir tanımlamayla sigorta, aynı türden tehlikeyle karşı karşıya olan kişilerin belirli bir miktar para ödemesi yoluyla toplanan tutarın, sadece o tehlikenin sonucu bilfiil zarara uğrayanların zararını karşılamada kullanıldığı bir ekonomik düzenlemedir<sup>76</sup>. Kişinin tek başına karşılayamayacağı bir zararın sigorta şirketince karşılanması sigortalanan için bir güven ve emniyet unsuru olmaktadır.

Sigorta, tanımı gereği emniyet tesisi demek olup, bireylerin, sonuçları açısından tek başlarına altından kalkamayacakları tehlikeleri, bir araya gelerek taşınabilir kılmak amacıyla yedi yüzyıl önce oluşturdukları bir sistemdir. O günün sigortasından günümüze kadar, sigorta, kendisinin vazgeçilmez olduğunu göstermiştir<sup>77</sup>.

Sigorta şirketleri, bireylerin karşı karşıya bulunduğu ve kendi imkânları ile karşılamakta zorluk çekeceği riskleri azaltmak ve riskin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkan zararları yaymak amacıyla örgütlenmiş toplumsal bir kurum olmasının yanında, tahsil ettikleri primler ile çok büyük meblağlara ulaşan fon birikimlerini yatırımlara aktararak, ülke ekonomisine büyük katkılar sağlar. Sigorta şirketleri topladıkları fonları ülke ekonomisine kazandırmanın yanı sıra, ekonomide herhangi bir zamanda meydana gelebilecek bir felaket sonucu, devre dışı kalan işletmelerin doğurduğu sosyo-ekonomik çöküntüleri telafi edici niteliğe de sahiptir<sup>78</sup>.

Sigorta sisteminin bir diğer özelliği ise, tasarruf aracı olmasıdır. Dolaylı olarak kredi işlemlerini geliştiren sigorta şirketleri aynı zamanda sermaye birikimi sağlayan toplu tasarruf kuruluşları olmaktadır. Sigorta şirketleri, mali sistem içerisinde fonları tasarrufçu kesimden yatırımcı kesime aktarma görevini üstlenmiş aracılardan birisi olarak yer almaktadır. Sigorta şirketleri esas itibariyle kişi ve kurumların karşı karşıya

<sup>75</sup> 6762 sayılı Türk Ticaret Kanununun 1263. maddesi.

<sup>76</sup> Cahit Nomer ve Hüseyin Yunak, *Sigortanın Genel Prensipleri*, İstanbul 2000, s. 14.

<sup>77</sup> Ahmet Başpınar, “Finansal Analiz Tekniklerinin Sigorta Şirketi Mali Tablolarına Uygulanması”, *Maliye Dergisi*, (149), 2005, s. 1.

<sup>78</sup> Gülsün İşseveroğlu, *Sigorta Şirketlerinde Finansal Başarının Ölçülmesi ve Bir Uygulama* (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa 2005, s. V.

oldukları çeşitli riskleri azaltan ve sundukları hizmetlerin karşılığı olarak sigortalıların ödedikleri primlerden oluşan fonları çeşitli piyasalara aktaran aracı kuruluşlardır<sup>79</sup>.

Sigorta sektörünün gelişmiş olduğu ülkelerde, finans sisteminde sigorta şirketleri, gerek ulusal ve gerekse uluslararası alanda önemli bir ağırlığa sahiptir. Sigorta sektörü, prim gelirleri yoluyla finans sektörüne kaynak sağlarken oluşan hasarlar sonucu, ülke ekonomisinde meydana gelen kayıpları da önlemektedir. Bu itibarla, sigorta şirketlerinin finansal performanslarını belirlemek; makro açıdan finans sektörünün değerlendirilmesinde ve politikalar üretilmesinde gerekli olduğu kadar, mikro açıdan yönetsel kararların alınmasında da gereklidir<sup>80</sup>.

Gelişmiş ülkelerde sigortacılığın, fon toplamada ve bu fonların verimli alanlara plase edilmesinde bankalar kadar hatta bankaların ötesinde bir rol oynadığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise fon toplama olarak nitelenebilecek unsurların parasal boyutlarına bakıldığında, neredeyse bankalar kadar güçlü fon toplama kapasitesine sahip olması gereken sigortacılığın bu işlevine gereken önemin verilmediği görülmektedir<sup>81</sup>.

#### 1.2.2.2.4. Sosyal Güvenlik Kurumu

Sosyal güvenlik kavramı, toplumun tüm bireylerinin olası sosyal risklerin iktisadi sonuçlarına karşı korunması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması anlamını taşımaktadır. Sosyo-ekonomik açıdan ise sosyal güvenlik, zorunlu bir tasarruf, sigorta ve gelirin yeniden dağılımı programlarının bileşimi olarak ifade edilmektedir<sup>82</sup>. Sosyal güvenlik, bir ülke halkının bugününü ve geleceğini güven altına almayı amaçlayan ve birbiri arasında sıkı bir koordinasyon kurulmuş olan bir kurumlar bütünüdür. Başka bir ifadeyle sosyal güvenlik bir mesleksel, fizyolojik ve sosyo-ekonomik riskten ötürü geliri ve kazancı sürekli veya geçici olarak kesilmiş kimselerin geçinme ve yaşama ihtiyaçlarını karşılayan bir sistemdir<sup>83</sup>.

Ülkemizde; Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altında çalışma ilişkisine dayalı üç sosyal güvenlik kurumu vardır. Bunlar bir işveren emrinde çalışanlar için Sosyal Sigortalar Kurumu, işveren ve kendi nam ve hesabına çalışanlar için Bağ-Kur ve memurlara yönelik olarak Emekli Sandığı'dır. Bu kurumlar verdikleri hizmetlerin

<sup>79</sup> Erkan Bay, *Türk Sermaye Piyasası'nda Kurumsal Yatırımcılar ve Etkinliği* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2001, s. 85.

<sup>80</sup> İşseveroğlu, Ağıt, s. 1.

<sup>81</sup> Ali Köse ve K. Batu Tunay, "Türk Sigorta Sektörünün Ekonomik Performansı: 1990'lara İlişkin Bir Değerlendirme", *Sigorta Dergisi*, (94), 1998, s. 39.

<sup>82</sup> Ünal, Age, s. 132.

<sup>83</sup> Dalğar, Age, s. 33.

karşılığı olarak kuruma kayıtlı olan çalışanlardan prim toplamaktadırlar. Sistemin bu şekilde işlemesinden dolayı sisteme primli sistem denilmektedir.

Sosyal Güvenlik Kurumu gelir kaynakları; kurumlara kayıtlı olarak çalışanlar, işverenler ve devletten alınan primler ile kurumsal yatırımlardan elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Kurumların gider kalemleri ise; iş kazası, meslek hastalığı, malullük, yaşlılık aylıkları, sağlık ve ölüm yardımlarından oluşmaktadır.

Sermaye piyasaları açısından sosyal güvenlik kurumları zorunlu veya sözleşmeli tasarruf kurumları olarak da ifade edilebilir. Gelişmiş ekonomilerin önemli finansman kaynaklarından birisi sosyal güvenlik kuruluşlarıdır. Bu ülkelerde finansal piyasaların en önemli fon arz edicisi olan sosyal güvenlik kuruluşları ülkemizde fon arz etmek bir yana önemli ölçüde hazine tarafından finanse edilir hale gelmiştir<sup>84</sup>.

Sosyal güvenlik sisteminin gelir-gider dengesinin sağlanmasında genellikle *Dağıtım Yöntemi* ve *Kapitalizasyon Yöntemi* olmak üzere iki yöntem uygulanmaktadır.

Dağıtım yönteminin esasını, bir sigorta döneminin, genellikle bir yılın gelirleri ile aynı ya da bir sonraki yılın döneminin giderlerinin karşılaştırılması teşkil etmektedir. Primler ilgili dönemin tahmini giderlerine göre belirlenmektedir. Başka bir ifadeyle dağıtım yönteminde çalışan nesiller ödedikleri primler ile emekliliklerini finanse etmektedirler. Bu özelliği nedeniyle dağıtım yönteminde fon oluşturma fonksiyonu bulunmamaktadır. Toplanan fonlarla emeklilerin tüketimleri finanse edilmekte böylelikle yatırımlara kanalize edilecek fon kalmamaktadır.

Kapitalizasyon yöntemi ise, muhtemel risklerin ileride doğuracağı ödemeleri karşılayabilmek için bir fon oluşturulmasıdır. O halde sigortalılar ve işverenlerden alınacak primler cari giderleri karşıladıktan sonra, ayrıca bir fon birikimini sağlayacaktır. Bu fonlar ileride doğacak bütün giderleri, fonların işletilmesinden sağlanacak gelirler ve cari primlerle birlikte karşılayabilecek bir seviyeye ulaşacaktır. Bu yönteminde biriken fonlar menkul kıymetler aracılığı ile değerlendirilerek tekrar ekonomiye kazandırılmaktadır.

Türkiye’de sosyal güvenlik sistemi teorik olarak kapitalizasyon yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Ancak günümüzde sistem isleyiş olarak büyük ölçüde dağıtım yöntemi yönünde şekillenmiştir<sup>85</sup>. Türkiye’de ve Latin Amerika ülkeleri

<sup>84</sup> Dalğar, A.g.e, s. 34.

<sup>85</sup> Elif Buzlupınar, *Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı Türkiye Üzerine Değerlendirmeler*, SPK Yayınları, No: 47, Ankara 1996, s. 98.

uygulamalarında görüldüğü üzere, dağıtım sistemi ile çalışan sosyal güvenlik sistemlerinin fonları sürekli olarak erimektedir<sup>86</sup>.

#### 1.2.2.2.5. Portföy Yönetim Şirketleri

Yatırımcılar, riski asgari düzeye indirme ve getiriye ise en üst düzeye çıkarma çabası içindedirler. Menkul kıymetlere yatırım yapmak, oluşabilecek riski asgari düzeye indirme ve getiriye ise en üst düzeye çıkarma belli bir birikim ve uzmanlık gerektirir. Bu noktada portföy yönetimi ve portföy yönetim şirketlerine olan ihtiyaç ortaya çıkmış ve bireysel tasarruf sahiplerinden piyasalar hakkında yeterli bilgi, deneyim ile uzmanlığa sahip olmayanlar bu eksikliklerini bu şirketler yoluyla telafi etmişlerdir.

Portföy geniş anlamıyla bir kişinin ya da kuruluşun nakit, kıymetli madenler, döviz, mevduat, sermaye piyasası araçları veya gayrimenkul olarak sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Sermaye piyasası düzenlemeleri kapsamındaki dar anlamıyla portföy ise, sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenlerden oluşan varlık grubudur.

Portföy yönetimi; belirli bir tutardaki fonun, fon sahibinin tercihlerini de dikkate alarak, üstlenilen riske göre en yüksek getiriye elde edecek belli varlık gruplarına yatırıldığı, zaman içindeki gelişmelere göre varlıkların portföy içindeki ağırlıklarının değiştirildiği ve performanslarının sürekli olarak değerlendirildiği dinamik bir süreçtir<sup>87</sup>.

Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında portföy yöneticiliği faaliyeti; sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin yatırımcının veya portföy yöneticisinin belirleyeceği risk-getiri tercihi doğrultusunda, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

Portföy yönetim şirketi, özel olarak portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda belirlenen şartları yerine getirerek Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış bir anonim şirkettir. Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almış portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar ve yatırım bankaları portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmaya yetkili kurumlardır. Portföy yönetim şirketi ve diğer yetkili kurumlar Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak kaydıyla yatırım

<sup>86</sup> Yönu, Ağıt, s. 64.

<sup>87</sup> Mustafa Özçam, *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*, SPK Yayınları, No: 104, Ankara 1997), s. 4.

danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilirler. Mühürsiran girişim sermayesine (risk sermayesine) yönelik portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti vermek üzere kurulan portföy yönetim şirketleri *Girişim Sermayesi Portföy Yönetim Şirketi* olarak adlandırılmaktadır<sup>88</sup>.

Portföy yönetim şirketleri; yatırımcıların paralarını toplayan ve bunları önceden belirlenen amaçlar doğrultusunda değerlendiren şirketlerdir. Bu tür şirketler çeşitli finansal araçlara yatırımda bulunurlar. Firmanın yöneticileri oluşturulan portföyleri profesyonel olarak ortaklar adına yönetirler. Özellikle küçük yatırımcılara profesyonel hizmet sağlarlar. Yatırım firmaları birçok yatırımcının kaynaklarını bir araya getirirler ve sonra bunları çeşitli finansal araçlara yatırırılar. Bu işlemde bireysel yatırımcılar da çeşitli faydalar elde ederler. Bunlar arasında, tasarrufların profesyoneller tarafından yönetilmesi, riski iyi dağıtılmış bir portföyde payın olması ve düşük maliyetli yatırım olanaklarının bulunması sayılabilir<sup>89</sup>.

Portföy yönetim şirketlerinin sunmuş oldukları portföy yönetim hizmeti faaliyeti çerçevesinde aşağıdaki işlemleri yapmaları ise yasaklanmıştır<sup>90</sup>.

- Aracılık faaliyetinde bulunmak,
- Doğrudan veya dolaylı olarak kendi nam ve hesaplarına portföy oluşturmak,
- Sermaye piyasası araçlarına ilişkin veya bunlardan bağımsız olarak kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkarmak, ödünç para verme işlemleri ve kredi almak,
- Portföy yöneticiliği faaliyeti ve buna ilişkin işlemler dışında ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunmak,
- Bankalar kanununda tanımlandığı üzere mevduat toplamak,
- Portföy yönetim şirketleri dışında başka bir şirkete iştirakte bulunmak.

#### 1.2.2.2.6. Emeklilik Fonları

Sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak kendine uygulama alanı bulan özel emeklilik fonları gelişmiş ülkelerde yaygınlaşmış olup tüm dünyada da hızla yaygınlaşmaktadır. Ülkemiz için de yeni ve hızla gelişen bir alandır. Ülkemizde emeklilik fonlarının gelişmesine paralel olarak mevcut Sosyal Güvenlik Kurumu ve alt kurumlarının kalitelerinin artması yanında isteyen herkes arzu ettiği takdirde aylık prim ödemek suretiyle ikinci bir emeklilik gelirine sahip olabilecektir.

<sup>88</sup> SPK, Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi, <http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/pysindex.html?tur=pys>, 2009 (Erişim Tarihi: 15.04.2009).

<sup>89</sup> Halil Kıymaz, "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi B Tip Fonlar Uygulaması", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, XII (138), 1997, s. 23.

<sup>90</sup> Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği, md. 13.

Emeklilik fonları; çalışanların çalışma yaşamı süresi içerisinde elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, ileri yaşlarda sürdürülebilir bir yaşam düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan araçlardır<sup>91</sup>. Başka bir tanımla özel emeklilik fonları, çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve önceden belirlenmiş bir *emeklilik planı* çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetildiği kurumsal yapılardır<sup>92</sup>.

Temel amacı, özetle bireylere emeklilik dönemlerinde ek gelir sağlayarak refah düzeylerini artırmak olan<sup>93</sup> bireysel emeklilik sektörü, bireyler açısından gelecek güvencesi sağlayan ve ülkeler açısından finansal birikimlerin miktar ve niteliğini geliştiren özelliği ile bütün dünyada önemi her gün artan bir sektördür<sup>94</sup>.

Genel olarak Dünyada emeklilik sistemleri; ulusal sosyal güvenlik sistemleri, tamamlayıcı emeklilik planları ve özel emeklilik fonları olmak üzere üç ayaklı bir şekilde inşa edilmiştir<sup>95</sup>. Birinci ayakta; devletin oluşturup çalıştırdığı ve çalışana emeklilik hakkı veren ulusal sosyal güvenlik sistemi, ikinci ayakta; işverenler tarafından kurulup çalıştırılan tamamlayıcı emeklilik fon ve planları, üçüncü ayakta ise; özel kesimin kurduğu isteğe bağlı tasarruf ve yatırım sisteminin ürünü olan özel emeklilik fonları yer almaktadır<sup>96</sup>.

Bireysel emeklilik sistemi, mevcut emeklilik sistemlerinden iki noktada ayrılmaktadır. Bunlardan ilki; sistemin mevcut emeklilik sistemi gibi zorunlu değil gönüllü olması ve medeni haklarını kullanma ehliyetine sahip her kişinin katkı payı ödeyerek kanunda öngörülen koşullar altında emeklilik hakkına sahip olabilmesidir. İkincisi ise; katılımcının yatırdığı fonların hangi alanlarda değerlendirileceğini kendisinin belirlemesidir.

<sup>91</sup> Richard A. Ippolito, *Pensions, Economics and Public Policy*, Pension Research Council, Illinois 1986, s. 6.

<sup>92</sup> Deniz Derelioğlu, *Dünya'da Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler*, TÜGİAD, Ankara 2001, s. 15.

<sup>93</sup> Namık Dagalp, "Tasarrufların Bireysel Emeklilik Sistemine Yönelmesi, Kalkınma Açısından Çok Önemlidir", *İşveren Dergisi*, LXXXII (3), 2001, <http://www.tisk.org.tr/ işveren\_sayfa.asp? yazi\_id=4221&id=25> (Erişim Tarihi: 19.04.2009).

<sup>94</sup> Yusuf Bayraktutan ve Mustafa Şahin, "Bireysel Emeklilik Sektörünün Gelişimi ve Bilgi-Bilişim Teknolojilerinin Kullanımı", *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, II (2), 2007, s. 106.

<sup>95</sup> Jean François Boulier ve diğerleri, "Optimal Management Under Stochastic Interest Rates: The Case of a Protected Defined Contribution Pension Fund", *Insurance: Mathematics and Economics*, XXVIII (2), 2001, s. 173.

<sup>96</sup> Ali Çımat ve Ozan Bahar, "Bireysel Emeklilik Sistemi", *Vergi Raporu Dergisi*, (58), 2002, s. 51.

Çalışanların tasarruflarından oluşan özel emeklilik fonları, sosyal güvenlik sisteminin demografik değişimden dolayı yaşadığı krizlerin de etkisiyle zaman içerisinde giderek artan boyutta tasarrufları çatısı altında toplayarak finans piyasalarında işlem yapan başlıca yatırımcı gruplarından biri haline gelmiştir<sup>97</sup>. Bireysel emeklilik fonları sigorta şirketlerinden sonra *dünyanın ikinci büyük kurumsal tasarruf sistemi* iken *dünyanın en büyük kurumsal yatırımcısıdır*.

Emeklilik fonlarının yönetiminde iki farklı yöntem söz konusudur. Bunlar;

**Maaş Esaslı Planlar (Belirli Fayda Planları):** Çalışanların emeklilik yararları, herhangi bir varlığın getirisine bağlı olmaksızın ödenecek emeklilik maaşının önceden belirlenmesi esasına dayanmaktadır. Sisteme yapılan toplam katkı, yıl sayısı, emekli olunan yaş gibi etmenler dikkate alınmak suretiyle hesaplanmaktadır. Emeklilik programının sağlayacağı emeklilik geliri ile fona yapılan katkı tutarı arasındaki ilişki *Aktüeryal hesaplar* yoluyla izlenir. Dolayısıyla katılımcı emekli olduğunda ne kadar maaş alacağını önceden bilmektedir. Bu yöntemde çalışan fonda biriken parayı emekliye ayrılmadan önce çekememektedir<sup>98</sup>.

**Katkı Payı Esaslı Planlar (Belirli Katkı Planları):** Planda yer alan her bir katılımcı için açılmış ve bu hesaba yıllık ne kadar katkı yapılacağı belirtilmiş hesaplardır. Bu hesapların planda yer alan çalışanlara toplam yararı bu hesaplara ne kadar katkıda bulunulduğuna ve bu katkıların getirisine bağlı olarak değişmektedir. Bu sistemde katkı payları, çalışanların maaşlarının belirli bir oranı ya da herkes için maktu bir tutar üzerinden toplanarak, emeklilik dönemine kadar finansal piyasalar başta olmak üzere verimli alanlarda değerlendirilmektedir<sup>99</sup>.

ABD ve AB mevzuatları her iki emeklilik planlarının oluşturulmasına da izin vermekte iken Ülkemiz mevzuatı ise, sadece katkı payı esaslı emeklilik planlarının oluşturulmasına izin vermektedir.

Emeklilik fonları tıpkı diğer yatırım fonları gibi farklı türlerde kurulabilmektedir. Kurulabilecek fon türleri likit fon, kamu borçlanma araçları fonu, hisse fon gibi içeriğindeki portföy kompozisyonunu anımsatan isimler almaktadırlar. Ülkemizde SPK Emeklilik fonlarını; fon yönetim stratejilerinde elde edilecek temettü

<sup>97</sup> Ergenekon Çağatay, "Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası'na Yansımalar", II. ODTÜ Ekonomi Kongresi, Ankara 9-12 Eylül 1998, s. 1.

<sup>98</sup> Selma Ekinci, *Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Üzerindeki Rolü* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2002, s. 21.

<sup>99</sup> Ahmet Erol ve A. Ercan Yıldırım, *Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi*, Yaklaşım Yayınları, Ankara 2003, s. 159.

ve faiz gelirlerine ağırlık verilen *Gelir Amaçlı Fonlar*, sermaye kazançlarına ağırlık verilen *Büyüme Amaçlı Fonlar*, likiditeye ağırlık verilen *Para Piyasası Fonları* ve coğrafi bölge, ülke ve sektör endeksler bazında yatırım yapan *İhtisaslaşmış Fonlar* olarak farklı kategorilere ayırmıştır<sup>100</sup>. Bu bağlamda emeklilik fonları, likit fon, kamu borçlanma araçları fonu, hisse fon gibi içeriğindeki portföy kompozisyonunu yansıtacak isimler alan farklı fon türlerinde kurulabilmektedir. Ancak, fonun ünvanında belli bir varlık grubuna, sektöre, sektörler, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığını belirten fonlarda, fon varlıklarının en az %80'inin adına uygun varlıklardan oluşturulması gerekmektedir<sup>101</sup>.

Bireysel emeklilik sistemi için belirlenen genel hedef kitle profilini<sup>102</sup>;

- Ücretli çalışanlar,
- Emeklilik maaşlarının yeterli olacağına inanmayan ve yaşlandığında rahat etmek isteyenler,
- Ücretle çalışmayan, sosyal güvencesi olmayan ancak ailesinin geliri yüksek olanlar,
- Herhangi bir risk primi ödemeksizin büyük ölçüde uzun süreli tasarruf yapmak amacıyla olan yatırımcılar,
- Çalışanlarını motive etmek ve şirkete bağlılıklarını artırmak amacıyla çalışanlarına toplu olarak bireysel emeklilik sözleşmesi satın almayı düşünen şirketler,
- Geliri yüksek olan, sosyal güvenlik ve hayat sigortası ile birlikte üçüncü bir güvenceden de yararlanmak isteyenler, oluşturmaktadır.

<sup>100</sup> Ercan Bayazıt, "Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yeni Dönem: Bireysel Emeklilik", *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, II (7), 2002, s. 30.

<sup>101</sup> Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama, Sermaye Piyasası Kurulunun 10.05.2002 Tarih ve 22/646 Sayılı Kararı.

<sup>102</sup> Yıldırım Beyazıt Önal, *Dünya'da Özel Emeklilik Fonları Uygulamaları: Yeni Yasa Tasarısı Çerçevesinde, Türkiye'de Bireysel Özel Emeklilik Sisteminin İrdelenmesi ve Bazı Öneriler Geliştirmeye Yönelik Bir Araştırma*, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3, İstanbul 2001, s. 75.



## İKİNCİ BÖLÜM

### HİSSE SENEDİ FİYAT TESPİTİYLE İLGİLİ TEKNİKLER VE YAKLAŞIMLAR

Hisse senedi fiyatlarının gelecekteki yönünü ve böylece bir hisse senedinin uygun alım-satım zamanını tahmin etme çabası, yatırımcıların en ısrarlı çabalarından birisi olmuştur<sup>103</sup>. Hatta yatırımcılar, hisse fiyatlarının gelecekte nasıl bir değer alacağını tespiti için 1800'li yıllarda teknik analiz yöntemini kullanmaya başlamışlardı. 1950'lere gelindiğinde, hem muhasebe hem de teknolojik gelişmelere paralel olarak teknik analiz yönteminin yanında temel analiz yöntemi de kullanılmaya başlanmıştır. 1970 yılına gelindiğinde ise, Eugene Fama piyasada fiyatların temel değeri yansıttığı böylece bazı teknikler kullanarak ekstra bir kazanç elde edilemeyeceğini öngören Etkin Piyasalar Hipotezi'ne önemli katkılarda bulunduğu görülmektedir. Temel analiz alanında bir çığır açmış olan bu hipoteze göre, bilgili bilgisiz hiç kimse piyasayı yenememektedir (piyasanın üzerinde getiri sağlayamamaktadır). Öyleyse ekstra kazanç elde etmek için bir takım teknikler kullanmak yararsızdır. Aynı zamanda bu hipoteze göre insanlar rasyonel olduğu için hisse fiyatları temel değerlerini yansıtmakta, ancak temel (gerçek) değerden bir sapma durumunda rasyonel arbitrajcılar (piyasada oluşan fiyat gerçek değerden farklı ise bu farkdan yararlanmak için alım-satım yapanlar) sayesinde fiyatlar yeniden temel değere gelmektedir.

Daha sonraki çalışmalarla piyasalarda arbitrajın sınırlı olması yanında yatırımcıların psikolojik durumlarının (rasyonellikten sapma) da hisse senedinin fiyatına etki ettiği yönünde bir takım bulgulara dayanan Davranışsal Finans modelleri geliştirilmiştir.

Böylelikle hisse senetlerinin fiyat tespitiyle ilgili teknik ve yaklaşımları;

- Teknik Analiz,
- Temel Analiz,
  - Etkin Piyasalar Hipotezi,
  - Davranışsal Finans Yaklaşımı,

şeklinde inceleyebiliriz.

<sup>103</sup> Ferhat Özçam, *Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, SPK Yayınları, Ankara 1996, s. 5.

## 2.1. TEKNİK ANALİZ

Yatırım kararlarında teknik analiz yönteminin kullanılmaya başlanması 1800'li yıllara kadar uzanmaktadır. Şirketlerin günümüzdeki gibi gelişmiş muhasebe tekniklerine sahip olmadıkları, finansal analizlerin henüz daha bilinmediği 19. asırda, yatırımcılar borsa seanslarında oluşan günlük fiyatlarla çizilen grafikler, bir sonraki gün veya daha sonraki günlerde fiyatların nasıl bir seyir izleyeceğini tahmin ederek yatırımlar yapmaktadırlar. O dönemde başka bir yöntemin bilinmediği için teknik analizin önemli bir analiz yöntemi olarak kullanılması doğaldır. Ancak 1950'lerde finans bilimindeki hızlı gelişme ve şirket muhasebe uygulamalarının, şirketin finansal yapısı ile ilgili çok kıymetli bilgileri verir düzeye gelmiş olması, yatırım analizcilerine, firmanın finansal yapısını ve ekonomik durumunu inceleme olanağı vermiştir<sup>104</sup>.

Teknik analiz; geçmiş dönemlerdeki fiyat hareketlerinin oluşturduğu grafiksel modellerden yararlanarak, bugünkü fiyat grafiklerinin ifade ettiği eğilim ve eğilim değişimlerini tahmin etmeye yarayan ve istatistiksel usullere dayalı bir yöntemdir<sup>105</sup>. Bu yöntemde geçmiş dönemdeki fiyat eğilimleri (trendleri) analiz edilmek suretiyle gelecekteki fiyat hareketleri tahmin edilmeye çalışılır. Geçmiş dönemlerdeki fiyat hareketleri, gözlenebilen ve kendisini tekrarlayan bir eğilim (trend) oluşturduğundan, eğilimin saptanması gelecekteki fiyat hareketlerinin tahminine ışık tutar<sup>106</sup>.

Çeşitli kaynaklarda piyasa analizi, görsel analiz veya grafik analizi olarak da adlandırılan teknik analiz, analize konu olan hisse senedinin fiyat hareketlerine bakarak bu hissenin geçmişte ne yaptığını ve gelecekte ne yapacağını tahmin etmeye yarayan çalışmalardan oluşur<sup>107</sup>. Teknik analiz fiyat grafiklerini kullanarak gelecekteki fiyat değişim trendlerini tahmin etmeye çalışırken<sup>108</sup> aynı zamanda işlem hacmi verilerinden ikincil bilgi olarak faydalanmaktadır.

Teknik analiz de, en yaygın kullanılan analiz aracı grafiklerdir. Teknik analizci, bu alanda geliştirilen birçok analitik ve matematiksel yöntemlerle bir hisse senedine ya da piyasaya ait bu grafikler vasıtasıyla fiyatların trendine (yükselen piyasa, düşen piyasa gibi) ve bu trendin geleceğine ilişkin tahminlerde bulunur. Teknik analizciler fiyat, miktar, zaman, süre ve piyasadaki tüm hisse senetlerinin genel olarak gidişi hakkında bilgi veren istatistiksel rakam, oran veya endekslerle ilgilenir. Fakat

<sup>104</sup> Sarıkamış, Age, s. 300-301.

<sup>105</sup> Muharrem Karlı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan Matbaacılık, 4.Basım, İstanbul 1994, s. 443.

<sup>106</sup> Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü, Yayın No: 65, İstanbul 1998, s. 861-862.

<sup>107</sup> John J. Murphy, *Görsel Yatırımcı Borsada Teknik Analiz*, Çeviren: Ali Perşembe, Skala Yayıncılık, İstanbul 1998, s. 23.

<sup>108</sup> Yaşar Erdinç, *Borsada Analiz*, Siyasal Kitapevi, Ankara 1998, s. 49.

bunları oluşturan veya etkileyen sebeplere dikkat etmezler. Bu yöntemleri kullananlar, piyasanın çeşitli dönemlerde belirli trendler izlediği varsayımını yapar ve bu trendlerin başlangıç ve dönüş noktalarının, yani piyasaya uygun giriş ve çıkış zamanlarının yakalanabileceğine inanırlar<sup>109</sup>.

Teknik analize göre; fiyatlar trend halinde hareket eder. Teknik analizin en önemli amacı, hiç şüphesiz trendi takip edebilmek ve sonraki safhada da trend değişimini önceden veya makul bir süre önce tespit ederek bu yönde pozisyon almaktır<sup>110</sup>. Yönteme göre yatırımcı, yükseliş trendi başlama aşamasında herkesten önce alıma geçerek, düşme trendi başlama aşamasında da herkesten önce satarak kazanç sağlayabilecektir.

Teknik Analiz tekniğinin temelinde bir takım varsayımlar bulunmaktadır. Bu varsayımlar şunlardır<sup>111</sup>:

- Piyasa değeri sadece arz ve talebin karşılıklı etkileşimi ile belirlenir.
- Arz ve talep gerek rasyonel gerekse rasyonel olmayan bir çok faktör tarafından etkilenir.
- Hisse senedi fiyatları yeterli zaman uzunluklarında, piyasadaki küçük dalgalanmaların etkileri dışında, trendler halinde hareket etme eğilimi gösterirler.
- Arz ve talepteki kaymalar trendlerde değişmelere neden olur.
- Nedeni ne olursa olsun arz ve talepteki kaymalar grafiklerde belirlenebilir.
- Bazı grafik örnekleri tekrarlanma eğilimindedir ve bu tekrarlanan örnekler fiyat hareketlerini tahmin etmede kullanılabilir.

Yukarıdaki varsayımlara bir varsayım daha eklemek mümkündür. O da;

- Piyasa her şeyi iskonto eder, varsayımdır.

Bu varsayım Murphy'ye göre teknik analizin temel köşe taşıdır. Teknik analizin kabulü de ancak bu varsayımın kabulü ile mümkün olacaktır. Teknik analiz, hisse senedi fiyatına etki edecek her şeyin (firmanın finansal durumu, ekonomik durum, politik yapı, psikolojik unsurlar vb.) hisse senedi fiyatına yansımış olduğunu kabul eder. Bunun sonucu olarak fiyat hareketlerinin analizi gerekli olan tek şeydir<sup>112</sup>.

Teknik analiz, arz ve talebi; ekonomik, politik, finansal ve psikolojik nedenlerin birlikte oluşturduğunu kabul eder. Arz ve talebi etkileyen faktörlerin fiyatlara yansımadan nasıl etki yapacakları önceden bilinemez. Fiyatı oluşturan faktörler

<sup>109</sup> Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Age, s. 523.

<sup>110</sup> Mahmut Şahin, *Borsada Teknik Analiz*, İstanbul 1992, s. 3.

<sup>111</sup> Özçam, Age, s. 17.

<sup>112</sup> John Murphy, *Technical Analysis of The Financial Markets*, New York Institute of Finance, New York 1985, s. 2.

arz ve talep aracılığı ile fiyatlara yansdıktan sonra alıcı ve satıcının eğilimleri, gelecek için beklentileri görülebilir. Teknik analiz, oluşan fiyatları inceleyerek öngörülerde bulunur. Bunun için, çoğu kez karar vermekte geç kaldığı şeklinde eleştiriye maruz kalır. Böyle bir eleştiri büyük ölçüde haklıdır. Alıcı ve satıcının görüşleri fiyatlara yansımadan yükselmekte olan bir hissenin düşeceğini tahmin etmenin doğruluk payı tartışılır. Buna karşılık alıcıların zayıfladığı, geçmiş fiyatlarla karşılaştırma yapılarak önceden tahmin edilebilir. Teknik analizin, en düşük fiyatlardan alarak en yüksek fiyattan satmak gibi bir iddiası yoktur. Borsadaki işlemlerin ağır riskler taşıdığını herkes bilir. Teknik analiz yardımı ile bu riskler azaltılabilmekte, riskler belli sınırlar içinde tutulabilmektedir<sup>113</sup>.

Yapılan iş ne falcılık ne de kehanette bulunmaktır. Borsada gelecekle ilgili kesin konuşmak, kesin yorum yapmak hiçbir zaman mümkün değildir. Teknik analizde yapılan iş, insanların davranış şekillerini, davranış psikolojilerini çözebilmek gayesiyle ve çeşitli analizler yapmak suretiyle, hisse senetlerinin gelecekte yapabilecekleri hareketlerle ilgili olarak tahmin ve tespitlerde bulunmaya çalışmaktır. Zira ortada insan faktörü vardır ve insanların ne zaman, nerede, ne şekilde davranacaklarını anlayabilmek oldukça güçtür. İşte teknik analiz de bu güçlüğü yenebilmek için uğraş vermektedir. İnsanlar hangi koşullarda ne zaman ne tür davranışlar sergilemişlerdir, geçmişte benzer olaylarda, benzer koşullarda ne şekilde davranmışlardır? Bunları anlayıp, çözümlenmek teknik analizin işidir<sup>114</sup>.

Borsada oluşan fiyatların teknik incelemesi dört noktada toplanır:

1. Fiyat değişikliklerinin incelenmesi: Fiyatların gün içinde en yüksek, en düşük seviyeleri ve kapanışlar arasındaki farklar veya önceki günlere göre değişim farkları ve yönleri grafikler çizilerek incelenir.

2. Zamanın incelenmesi: Yatırımcı psikolojisi ve davranış biçiminin hangi aralıklarla tekrarlandığı grafiklerde zaman boyutunun incelenmesi ile anlaşılır.

3. Miktarın incelenmesi: İşlem miktarları arz ile talep arasındaki gücün ölçüsüdür. Fiyatların ne kadar güçle aşağı veya yukarı hareket ettiklerini yansıtır.

4. Derinliğin incelenmesi: Yatırımcıların duyguları ve heyecanları trendleri meydana getirdiği için yatırımcıların borsaya olan bakışlarını ortaya koyar.

<sup>113</sup> Yusuf Sarı, *Borsada Sistemli Teknik Analiz*, Alfa Yayıncılık, İstanbul 1998, s. 2.

<sup>114</sup> Haluk Çağırman, *Finans Piyasalarında Bermuda Şeytan Üçgeni-Borsada Grafik ve Göstergelerle Uygulamalı Sistemli Teknik Analiz*, Siyasal Yayıncılık, Ankara 1999, s. 87.

Teknik analizcilerin görüşlerine göre, teknik analizin temel analizden daha önemli olmasının sebepleri şöyle sıralanabilir<sup>115</sup>;

➤ Temel analiz, piyasada düşük değerlenmiş hisse senetlerini tespit etmeye ve bunlara yatırım yapmaya dayanır. Oysa bu yatırımın verimli olabilmesi, piyasadaki diğer yatırımcıların da söz konusu senetlerin düşük değerlenmiş olduğunu fark etmelerine ve talebi artırarak fiyatın yükselmesini sağlamalarına bağlıdır.

➤ Temel analiz oldukça yorucu ve zaman alıcı, ekonomik konularda bilgi sahibi olmayı gerektiren bir yöntemdir. Oysa teknik analiz, kullanımı daha kolay ve daha az eğitimle gerçekleştirilebilecek bir yöntemdir.

➤ Teknik analizci, aynı zamanda muhasebecilerin hazırladığı karmaşık ve yanıltıcı bilgiler içerebilen mali tablolara itibar etmek zorunda da değildir.

Hisse senedi fiyat testinde her ne kadar teknik analiz ve temel analiz birbirine rakip iki farklı analiz yöntemi gibi görünse de uygulamada teknik analiz, temel analizi ikame etmek yerine ona yardımcı olmak için kullanılan bir yöntemdir<sup>116</sup>.

Günümüzde teknik analiz yöntemi daha çok kısa vadede (birkaç gün veya haftada) kazanmayı amaçlayan spekülörler tarafından tercih edilmektedir. Ancak uzun vadeli yatırımcılar da teknik analizi temel analize ek olarak uygun alım-satım zamanını belirleyebilmek için kullanmaktadır<sup>117</sup>.

## 2.2. TEMEL ANALİZ

Varlık fiyatlarının oluşması, içinde bulunan piyasa ile doğrudan ilişkilidir. Her varlığın fiyatının yanında bir de değeri vardır. Gerçek değer, finansal varlığın olması gereken değeridir<sup>118</sup>. Piyasada varlığın fiyatı varlığın gerçek değerinden farklı olabilmektedir. Teknik analiz yöntemi varlığın fiyatını esas alırken temel analiz yöntemi ise varlığın gerçek yani olması gereken değerini esas almaktadır.

Gerçek değer (temel değer) bir denge değeridir. Bu değer hisse senedinin piyasada oluşan fiyatı ile karşılaştırılır ve hisse senedinin düşük veya aşırı değerlenmiş olup olmadığı tespit edilir ve buna göre yatırım kararı alınır. Düşük değerlenmiş ise hisse senedinin satın alınması, yüksek değerlenmiş ise satılması gerekir<sup>119</sup>.

<sup>115</sup> Hülya Kanalcı, *Hisse Senedi Fiyatının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 77, Ankara 1997, s. 24.

<sup>116</sup> A. Gültekin Karaşin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Özkan Matbaacılık, 2. Basım, Ankara 1987, s. 81.

<sup>117</sup> Sermaye Piyasaları ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 22. Basım, İstanbul 2008, s. 523.

<sup>118</sup> A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, *Şirket Değerlemesi –Klasik ve Modern Yaklaşımlar-*, Literatür Yayınları, İstanbul 2004, s. 1.

<sup>119</sup> Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans, Teori, Kurum ve Araçları*, Ekin Kitapevi, Bursa 2001, s. 467.

Hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine yönelik bir değerlendirme yöntemi olan temel analiz yönteminde; hisse senedinin fiyatını belirleyen karlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesi söz konusudur<sup>120</sup>.

Temel analiz, fiyat hareketleri üzerinde etkili olan ekonomik ve finansal verilerle ilgilenir. Bu veriler incelenerek, ucuz ama geleceği parlak, borsalar, sektörler ve hisse senetleri belirlenmeye çalışılır<sup>121</sup>.

Temel analiz yatırım sürecinde en çok uygulanan analiz yöntemlerindedir. Özellikle büyük miktarda yatırım yapan bireysel veya kurumsal yatırımcıların önemli bir kısmı genel ekonomik duruma, sektörel gelişmelere ve firma karlarına bakarak yatırım kararı almaktadır.

Temel analiz 3 aşamadan oluşmaktadır. Bunlar; makro ekonomik analiz, sektör (endüstri) analizi ve firma analizidir.

Makro ekonomik analizde; genel olarak piyasaların canlanmakta ya da daralmakta oluşu ile ilgili olarak analizler yapılırken, aynı zamanda enflasyon, faiz ve döviz kurlarındaki dalgalanma, iç ve dış borçlar, ödemeler dengesi açığı, para ve maliye politikaları, ekonomik ve siyasi belirsizlik ve istikrarsızlık vb. durumlarla da ilgili analizler yapılmaktadır.

Makro ekonomik analizde kullanılan bazı göstergeler şöyle sıralanabilir:

- GSMH,
- Yatırımlar,
- İstihdam,
- Enflasyon ve faiz oranları,
- Bütçe ve cari denge,
- Parasal göstergeler,
- Ödemeler dengesi,
- Kamu borçları,
- Kamu harcamaları.

<sup>120</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım, 4. Baskı, İstanbul 2001, s. 188.

<sup>121</sup> Aydın Uyar, *Hisse Senedi Yatırımcıları İçin Temel Analiz –Bilanço Okuma Teknikleri-*, Beta Basım, İstanbul 2001, s. 5.

Sektör (endüstri) analizinde; sektörlerin içinde buldukları durumla ilgili bir takım değerlendirmeler yapılır. Bu aşamada sektörler içinde sıkıntı içinde olanlar veya parlak bir dönem geçirerek hızlı büyüyenler tespit edilir. Aynı zaman da sektörün kuruluş ve tanınma, büyüme ve gelişme, olgunluk ve doyuma ulaşma şeklinde sınıflandırılan yaşam döngüsü içerisinde hangi kısımda olduğunun belirlenmesi yararlı olacaktır.

Sektör analizinde dikkate alınacak bazı özellikler şöyle sıralanabilir<sup>122</sup>:

- Sektörün geçmiş dönemlerinde satış hasılatları ve karlardaki büyüme,
- Gelecek dönemlerde sektördeki arz ve talep durumu,
- Rekabet koşulları,
- İşgücü durumu,
- Hükümet politikaları,
- Uluslararası ilişkiler,
- Sosyal yaşamdaki değişimler,
- Söz konusu sektördeki firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatları.

Firma analizi; Genel ekonomi ve endüstri ile ilgili tahminler yapıldıktan sonra sıra hisse senedinin gelecekte sağlayacağı getirileri belirlemek amacıyla, firma analizine gelir. Firma analizi, firmanın ürettiği ürüne ve kullandığı teknolojiye ait niteliklerin, firma yönetiminin, hukuki durumunun, ayrıca firmanın mali durumu ve taşıdığı riskler gibi nicel büyüklüklerin incelenmesini kapsar<sup>123</sup>.

### 2.2.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Finansal piyasalarda etkinlik farklı şekillerde değerlendirilebilmekte olup genel olarak 3 tür etkinlikten söz etmek mümkündür. Bunlar; sermaye piyasası kaynaklarının aynı risk düzeyine sahip yatırımlar için aynı düzeyde getiri oranı sağlama kapasitesi olan yatırımlara aktarılması olan *kaynak dağıtım etkinliği*, kaynak aktarımının minimum maliyetle gerçekleştirilmesi bakımından *faaliyet etkinliği*, mevcut tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına yansımış olması yönünden *bilgisel etkinliktir*. Etkin Piyasalar Hipotezi'nde (EPH) etkinlik kavramından piyasanın bilgisel bakımdan etkin olması kast edilmektedir.

Genel olarak bir menkul kıymetler piyasasında alınıp satılan menkul kıymetlerin fiyatları, mevcut tüm bilgiyi tamamen yansıtıyorsa ve bu fiyatlar yeni

<sup>122</sup> Bolak, Age, s. 191-192.

<sup>123</sup> Bolak, Age, s. 193.

bilgiye ani ya da buna yakın ve sapmasız (tam) bir biçimde tepki veriyorsa, etkin olarak tanımlanır<sup>124</sup>. Böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde piyasalar hakkında hiç bilgisi olmayan birisi ile çok bilgi sahibi olan bir yatırımcı veya yeni bir bilgiye ulaşan bir kimse ortalamanın üzerinde bir getiri elde edemeyecektir.

Etkin bir piyasada, herhangi bir yeni bilgi fiyatlara hemen ve tamamen yansımaktadır. Piyasaya yeni gelen bilgi ise sürprizdir (tahmin edilebilen hiç bir şey sürpriz değildir). İyi sürprizler kötü sürprizler kadar muhtemel olduğu için, etkin bir piyasada fiyat değişimlerinin pozitif olduğu kadar negatif olması da olanak dahilindedir<sup>125</sup>. İster iyi bir haber isterse kötü bir haber geldikçe fiyatlar gelen haberler doğrultusunda tesadüfi olarak değişecektir. Bu durum literatürde *Tesadüfi Yürüyüş Hipotezi (Random Walk Hypothesis)* olarak ifade edilmektedir.

1953 yılında Kendall tarafından önerilip Fama'nın geliştirdiği *Tesadüfi Yürüyüş Hipotezi*, EPH'nin özel bir hali olarak düşünülebilir<sup>126</sup>. Adam Smith tarafından, "fiyatlar bir hafızaya sahip değildir ve dünün, yarınla herhangi bir ilişkisi yoktur", şeklinde tanımlanan *Tesadüfi Yürüyüş Hipotezi*, menkul değer piyasasında dönemden döneme bir menkul değer fiyat değişimlerinin istatistiki olarak bağımsız olduğunu ileri sürer<sup>127</sup>. Aynı zamanda teori, bir hisse senedinin piyasadaki fiyatlarını kararsız, amaçsız veya tesadüfi bir yürüyüşe benzetir ve etkin bir piyasada birbirini takip eden fiyat ve kazançlardaki değişmelerin birbirinden bağımsız olduğunu kabul eder. Birbirini takip eden fiyatların bağımsızlığı, herhangi bir anda o hisse senedinin ortalama piyasa fiyatının gerçek değerine eşit veya yakın olduğu anlamını taşımaktadır. Gerçek değerden sapmalar olması, değişik yatırımcıların aynı bilgileri farklı değerlendirmelerinden kaynaklanmakta, zaman içinde ise rasyonel davranan arbitrajcular sayesinde denge durumuna gelmektedir<sup>128</sup>.

Etkin bir piyasada çok sayıda rasyonel davranan kişiler birbirleriyle rekabet halinde bulunmakta, önemli bilgiler tüm katılımcılara kolaylıkla ulaşmakta ve gelen bilgilere tüm katılımcılar tarafından verilen tepkiler farklı olabilmekte yalnız kısa bir süre içinde üzerinde uzlaşılan bir fiyat oluşmaktadır.

<sup>124</sup> Gökhan Özer, *Muhasebe Kararı İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler - İMKB'de Deneysel Bir Analiz*, SPK Yayınları, Ankara 1996, s. 40.

<sup>125</sup> Özer, Age, s. 40.

<sup>126</sup> Kanalıcı, Age, s. 25.

<sup>127</sup> Ahmet Köse, "Etkin Pazar Kuramı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Etkin Pazar Kuramının Zayıf Şekli Test Etmeye Yönelik Bir Çalışma – Filtre Kuralı Testi", *İ.Ü., İşletme Fakültesi Dergisi*, XXII (2), 1993, s. 109.

<sup>128</sup> Kanalıcı, Age, s. 25.



Herhangi bir piyasanın etkin olması, o piyasanın mükemmel bir piyasa olduğu anlamına gelmemektedir. Ancak etkin sermaye piyasalarını mükemmel sermaye piyasaları ile karşılaştırmak, etkin piyasalarını daha kolay anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Mükemmel bir sermaye piyasasında olması gereken özellikler şöyledir<sup>129</sup>;

➤ Pazardaki tüm katılımcılar elde edilebilir tüm bilgilere maliyetsiz erişebilirler.

➤ Pazarda işlem maliyeti ve vergi yoktur.

➤ Pazarda çok sayıda birbiriyle rekabet eden yatırımcı mevcuttur ve bunların hiç biri piyasayı etkileyebilecek paya sahip değildir.

➤ Katılımcılar rasyonel davranan ve yatırım kararlarını beklenen getiri-risk dengesine göre alan kişilerdir. Yüksek getiriye düşük riski, düşük riski yüksek riske tercih ederler.

➤ Tüm finansal varlıklar bölünebilir niteliktedir.

Söz konusu varsayımların geçerliliği tartışılabilir. Çünkü vergilerin olmadığı, tüm bilgilerin maliyetsiz dağıldığı, işlem maliyetinin olmadığı ve menkul kıymetlerin tamamen bölünebildiği bir piyasanın bulunması mümkün değildir. Sonuç olarak, gerçek menkul piyasaları *aksak* bir piyasa durumundadır. Bütün bunlara rağmen gerçek menkul kıymet piyasaları oldukça etkin olabilirler. Piyasanın etkinliğine ilişkin şartlar çok katı değildir. Başka bir deyişle, herhangi bir piyasanın etkin olabilmesi için<sup>130</sup>;

➤ Bilgi ve veriler üzerinde tekelleşme olmaması,

➤ Komisyon, taahhüt ve işlem giderlerinin rekabetçi biçimde oluşması, yeterli sayılmaktadır.

Etkin piyasalar hipotezi menkul kıymet fiyatı üzerine yansıyan bilgi kümesini üç alt gruba ayırmaktadır<sup>131</sup>:

➤ Menkul kıymetin geçmiş fiyatlara ilişkin bilgileri,

➤ Pazara ulaşan kar açıklaması, sermaye artırımını, hisse senedi bölünmeleri, finansal pazarlardaki gelişmelere ilişkin faiz oranlarındaki değişim, hükümetin ekonomi politikasındaki değişimler vb. halka açık tüm bilgiler,

➤ Şirket içi ve borsa içi bilgiler de dahil olmak üzere mümkün olan tüm bilgilerdir.

<sup>129</sup> Bill Rees, *Financial Analysis*, Prentice Hall, New York 1990, s. 238.

<sup>130</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, *Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Ekin Kitapevi, Bursa 1993, s. 176.

<sup>131</sup> Murat Kıyılar, *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi –Test Edilmesi-*, SPK Yayınları, Ankara 1997, s. 16.

Piyasanın etkinliği her bir bilgi kümesine göre farklı değerlendirilmektedir. İlk alt grup, zayıf etkin piyasa hipotezine, ikincisi yarı güçlü etkin piyasa hipotezine, üçüncü ve son alt grup ise güçlü etkin piyasa hipotezine karşılık gelmektedir<sup>132</sup>.

Zayıf etkin piyasa hipotezi; *Tesadüfi Yürüyüş Hipotezi*'nin test edilmesine yöneliktir. Başka bir deyişle, bu araştırmalar herhangi bir hisse senedinin fiyat değişimlerinde o hisse senediyle ilgili tüm bilgilerin etkisini incelemektedir. Etkin piyasanın bu zayıf şekli geçerli ise, fiyat değişimleri tamamen tesadüfi olarak gerçekleşir. Böylece bir dönemdeki fiyat değişimi istatistiki olarak diğer dönemdeki fiyat değişimlerinden bağımsızdır<sup>133</sup>. Dolayısıyla etkin piyasa kuramının zayıf şeklini test etmeye yönelik çalışmalar, menkul kıymet ile ilgili her türlü tarihi bilgiye dayalı bir alım-satım kuralı ile hiç bir yatırımcının piyasa getirisinin üzerinde bir kar (aşırı getiri-abnormal return) elde edemeyeceği, başka bir deyişle menkul kıymet ile ilgili tarihi bilgilerin aşırı kar elde etmek için kullanılmayacağı görüşünden hareket eder ve tarihi bilgileri kullanarak menkul kıymet fiyatlarının değişimini öngörmenin mümkün olup olmadığını araştırır. Piyasa zayıf şekilde etkinse geçmiş fiyatlara dayalı hiç bir grafik ve/veya analiz yöntemi aşırı bir kar elde edilmesine olanak sağlamayacaktır<sup>134</sup>.

Yarı güçlü etkin piyasa hipotezi; menkul kıymet ile ilgili kamuya açıklanan mevcut bütün bilgilerin menkul kıymetin cari fiyatına tamamen yansıtıldığını kabul eder<sup>135</sup>. Şayet halka hisse senetleri ile ilgili bir bilgi açıklandığında, fiyatlarda süratli ve açıklanan bilgiyi doğru değerlendiren bir ayarlama meydana geliyorsa söz konusu varsayım geçerlidir. Bu koşullar altında temel analiz yöntemleri işe yaramayacaktır. Zira fiyatlar zaten temel analize girdi teşkil edebilecek bütün bilgileri yansıtacak düzeyde yani *gerçek değere* eşit biçimde oluşacaktır. Piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olması halinde ancak, içerden bilgi edinebilen bazı kişiler (insider traders) kısa dönemli fiyat hareketlerinden yararlanarak diğer yatırımcıların elde edebileceği ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etme imkânı bulabilirler. Temel analiz ve teknik analiz yöntemlerini kullananlar ise diğer yatırımcılara karşı herhangi bir üstünlük sağlayamayacaklardır<sup>136</sup>.

Güçlü etkin piyasa hipotezi; menkul kıymetlerin kamuya açıklanan ve açıklanmayan özel tüm bilgileri yansıttığını ileri sürer. Özel bilgiler bazı kimselerin tüm

<sup>132</sup> Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, XXV (2), 1970, s. 388.

<sup>133</sup> Ünal Bozkurt, *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İktisat Bankası Eğitimi Yayınları, No: 4, 1998, s. 102.

<sup>134</sup> Kıyılar, Age, s. 2.

<sup>135</sup> Kıyılar, Age, s. 18.

<sup>136</sup> Bolak, Age, s. 226.

yatırımcılardan önce öğrendiği bilgilerdir<sup>137</sup>. Böyle bir piyasada hiç kimse (insider trading yapanlar, büyük fonların yöneticileri, en önemli analistler) anormal kazanç elde edemezler. Çünkü kamuya açıklanmış veya açıklanmamış tüm bilgilerin çok hızlı şekilde, tüm yatırımcılara ulaşacağı dolayısıyla bu bilgilerin çok hızlı olarak fiyatlara yansıtacağı kabul edilir<sup>138</sup>. Güçlü etkin bir piyasada, ortaklıkla ilgili özel bilgilere sahip olan yöneticilerin ve personelin dahi bu bilgilerden yararlanarak olağanüstü kar sağlamaları olanaklı değildir. Yani piyasa gerçekten etkinse, bütün bu bilgiler menkul kıymetlerin fiyatına yansımış durumda olduğu için bu özel bilgilerin hiçbir değeri yoktur<sup>139</sup>.

Zayıf formda etkin, yarı güçlü formda etkin ve güçlü formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için zayıf formda da etkin olması gerekmektedir, çünkü tüm fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının yararlanabileceği şekilde tahmin edilebilir olmalıdır. Buna benzer şekilde, piyasanın güçlü formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde fiyat ile ilgili tüm bilgileri içermez<sup>140</sup>.

Hipotezin savunucularından Fama 1991 çalışmasında kendine ait olan etkinlik sınıflandırmalarının isim ve kapsamlarını değiştirmiştir. Çalışmada; zayıf formda etkinlik testlerinin adı *Getirilerin Tahmin Edilebilirliği Testleri (Tests of Return Predictability)*, yarı güçlü etkinlik testleri *Olay Çalışmaları (Event Studies)* ve güçlü etkinlik testleri ise *Özel Bilgi Testleri (Test For Private Information)* olarak değiştirilmiştir<sup>141</sup>.

### 2.2.2. Davranışsal Finans

Yaklaşık yarım yüzyıl önce, Allais (1953) belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarırken, Edwards (1954) gelecekteki araştırmalar için bir gündem oluşturarak karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma alanı olarak tanıtmış ve Simon (1956) sınırlı rasyonelliğe dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önermiştir. Ancak bilişsel psikoloji alanında Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) yargılar ve karar verme üzerine bulgularını yayınlıncaya kadar araştırma yapılmamıştı. Bilişsel psikoloji alanında, yargılama ve

<sup>137</sup> Bozkurt, Age, s. 103.

<sup>138</sup> Karan, Age, s. 273.

<sup>139</sup> Kıyılar, Age, s. 19.

<sup>140</sup> Karan, Age, s. 273.

<sup>141</sup> Eugene Fama, "Sermaye Piyasalarında Etkinlik", Çeviren: U. Oğuz Altun ve Aslı Günel, *Finans Teorisinin Temel Makaleleri*, Editör: Prof. Dr. Cengiz Erol, SPK Yayınları, Ankara 1998, s. 400-401.

karar vermeye ilişkin Kahneman ve Tversky\*, çalışmaları ekonomi ve finans alanında bir çığır açmıştır. Bu çalışma geleneksel disiplinler arası bağlantı kurmanın da ötesine giderek, finans (ekonomi) ile psikoloji arasında bir köprü oluşturmuştur<sup>142</sup>.

Finans (Ekonomi) ve psikoloji arasında oluşturulan bu köprü sayesinde Davranışsal Finans gün geçtikçe yeni yapılan çalışmalarla desteklenerek gelişmiş ve halen üzerinde pek çok uygulamalı çalışma yapılarak sıcaklığı korunan finansmanda güncel bir yaklaşımdır. Davranışsal Finans, genel olarak psikolojinin finansal piyasalara uygulanması olarak tanımlanırken<sup>143</sup> aynı zamanda psikolojinin piyasa katılımcılarının davranışları üzerine etkisi ve bu durumun bir sonucu olarak piyasanın nasıl oluştuğunu<sup>144</sup> psikolojinin finansal karar almayı ve finansal piyasaları nasıl etkilediğini araştıran<sup>145</sup> ve geleneksel finans paradigmasının karşılaştığı zorluklara cevap vermek için ortaya çıkan finansal piyasalarda yeni bir saha<sup>146</sup> olarak da tanımlanabilmektedir.

Yatırımcı psikolojisi hem menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalar üzerinde etkili olmakta, hem de bireysel yatırımcıları finansal karar alırken zorlayıcı bir rehber olmaktadır. Bu durum Davranışsal Finans kapsamında yapılan çalışmalarla tespit edilmiştir. Ancak tespit edilen bir takım bulguları kabul etmenin zorluğundan dolayı, hala birçok akademisyen ve yatırımcı geleneksel görüşlerini devam ettirmekte ve yatırım kararları üzerinde insan duygularının ve bilişsel hataların etkilerine inanmamaktadırlar. Bununla birlikte Davranışsal Finans taraftarları, yatırımlarla ilgili olarak yapılan titiz çalışmalar sonucunda ulaşılan sağlam bir takım tespitlerle psikolojik eğilimlerin varlığı konusunda yeterince ikna edilmişlerdir<sup>147</sup>.

Modern finansal ekonomi alanı insanları aşırı rasyonel davranışlar sergilediğini varsayar, ama durum böyle değildir. Ayrıca, insanların rasyonellikten sapmaları genellikle sistematiktir. Davranışsal Finans, finansal piyasaların standart modellerinin içine pek çok insanın rasyonellikten ayrıldığı gözlem ve sistematikliğini kaynaştırmasıyla finansal ekonominin geleneksel varsayımlarını daha geçerli kılar<sup>148</sup>. Finans alanındaki deneysel çalışmalar insanların karar verme sürecinde, sınırsız

\* Daniel Kahneman 2002'de Davranışsal Finansa katkılarında ötürü Nobel Ekonomi ödülünü aldı. Amos Tversky ise 2002 yılına gelemeden 1996 vefat etti.

<sup>142</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 10.

<sup>143</sup> Pompian, Age, s. 4.

<sup>144</sup> Martin Sewell, 2005, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009).

<sup>145</sup> Hersh Shefrin (Editör), Behavioral Finance, 2001, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009).

<sup>146</sup> Nicholas Barberis ve Richard H. Thaler, "A Survey of Behavioral Finance", İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Russell Sage Foundation, New York 2005, s. 1.

<sup>147</sup> Pompian, Age, s. 3.

<sup>148</sup> Brad M. Barber ve Terrance Odean, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

rasyonellikten ayrıldığını ortaya koymuştur. Bu ayrılma, duruma özgü, kişisel yada belirli kişilerle ilgili olmayıp, yatırımcıların çoğunluğunu ilgilendirmektedir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologların, insanların karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları birçok çalışmada, rasyonellikten sistematik sapmaların olduğu sonucuna ulaşılmıştır<sup>149</sup>.

Davranışsal Finans, duyguların ve bilişsel hataların yatırımcıların karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini anlamaya yönelik olarak ortaya çıkmış bir alandır. Bu alanda yapılmış ampirik çalışmaların bulguları genelde piyasaların etkin olmadığı ve bu bağlamda yatırımcı psikolojisinin iyi incelenmesi gerektiği yönündedir. 90'lı yılların sonlarına doğru Amerikan hisse senedi piyasalarında, özellikle bazı sektörlerin (örnek: teknoloji) hisse senetlerinin değerlerindeki aşırı yükseliş, finans alanındaki pek çok araştırmacının Davranışsal Finans konusuna ilgisinin artmasına yol açmıştır<sup>150</sup>.

Davranışsal Finansı geleneksel finansal analizlerden ayıran bir fark da kullanılan metodolojidir. Geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya atılmakta ardından yapılan ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılmaktadır. Davranışsal Finansa ise, önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenmekte sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model oluşturulmaya çalışılmaktadır<sup>151</sup>. Böylece geleneksel finansın aksine davranışsal finans insanların nasıl hareket etmeleri gerektiğini değil nasıl hareket etmekte olduklarını açıklamaya çalışmaktadır.

Yaşamda, 2x2'nin her zaman dört etmediği bilinen bir gerçektir. Bunun tek nedeni, insan psikolojisidir. Piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınarak ya da karar alma süreçlerine psikolojik faktörlerin de eklenmesiyle Davranışsal Finans ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda Davranışsal Finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Davranışsal Finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere dayanır<sup>152</sup>.

<sup>149</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 1-2.

<sup>150</sup> Ömür Süer, "Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma", *Öneri Dergisi*, VII (28), 2007, s. 97-98.

<sup>151</sup> Javier Estrada, *Law and Behavioral Economics*, 2001, s. 6. <http://webprofesores.iese.edu> (Erişim Tarihi: 17.05.2009).

<sup>152</sup> Cornicello Giuseppe, *Behavioral Finance and Speculative Bubble*, Università Commercial Luigi Bocconi, Master Thesis, Milano 2004, s. 23.

### 2.2.2.1. Bilişsel Psikoloji

Davranışsal Finans alanındaki birçok çağdaş bilim adamı sahanın temelini *bilişsel psikoloji* olarak görmektedir. Bilişsel psikoloji; bilişin ve insan davranışlarını yöneten inançlardan oluşan zihinsel sürecin bilimsel çalışmasıdır. Bilişsel psikolojide araştırmalar, hafıza süreci, dikkat, anlayış, temsili bilgi, muhakeme, yaratıcılık ve problem çözme gibi konuları ele alır<sup>153</sup>.

Bilişsel psikoloji; psikolojik araştırmalar tarihinde 1950'lerin sonlarında ve 1960'ların başlarında ortaya çıkan nispeten son gelişmelerdir. Bilişsel psikoloji genel olarak girdi, temsililik, hesaplama, süreç ve çıktı bakımından insanı tanımlar. Bilişsel Psikolog olan Amos Tversky ve Daniel Kahneman yatırımcıların davranış ve eğilimlerinin entelektüel temeli olarak görülen *Beklenti Teorisini* geliştirmişlerdir<sup>154</sup>.

### 2.2.2.2. Ekonomi ve Psikolojide Karar Verme

Ekonomistler, genel olarak piyasa davranışının maddi güdülerden harekete geçtiğini ve ekonomik kararların başlıca kişisel çıkarlar ve rasyonellik tarafından idare edildiğini varsaymaktadırlar. Bu durumda rasyonellik, eldeki alternatifler ve amaçlanan hedef doğrultusunda optimum seçim yapmak üzere karar vericinin akılcı ve sistematik bir şekilde mevcut bilgiyi kullandığı anlamına gelir. Aynı zamanda rasyonellik, geçerli kararların gelecek sonuçlarını tamamen dikkate alarak ileriye dönük olarak verildiğini vurgular. Diğer bir ifadeyle, ekonomik davranışların *dış dürtülerce* şekillendiği varsayılmaktadır<sup>155</sup>.

Psikolojide, özellikle bilişsel psikolojide, insanların eldeki bilgiyi bilinçli ve rasyonel şekilde kodlayan ve yorumlayan bir sistem olduğu varsayılmaktadır. Ancak, diğer faktörlerinde, daha az olmakla birlikte, insan davranışlarını sistematik bir şekilde yönlendirdiği de varsayılmaktadır. Bu faktörler, ekonomi teorisindeki son gelişmelerce teoriye giren daha kompleks bir bakış açıdır. Bu bakış açısı; *iç dürtülerin* insan davranışlarını şekillendirdiğini ortaya koyar<sup>156</sup>.

Ekonomistler, geleneksel olarak yatırımcıların, karar verme sürecinde, olasılıklı inançlar/beklentiler oluşturacağı ve istatistiksel ilkelere göre eldeki verileri işleyeceğini varsaymaktadır. Başka bir ifade ile standart ekonomi kuramı, Neumann ve Morgenstern (1944) tarafından bulunan ve Savage (1953) tarafından geliştirilen

<sup>153</sup> Pompian, Age, s. 28.

<sup>154</sup> Pompian, Age, s. 28-29.

<sup>155</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 11.

<sup>156</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 11.

*Beklenen Fayda Maksimizasyonu* yaklaşımına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, karar vericinin birbiriyle ilgili ve rastgele gerçekleşen olaylara, sanki doğru olasılıkları tahsis etmiş gibi davrandığı ve kendisinin beklenen değeri maksimuma çıkaran bir faaliyeti seçtiği varsayılmaktadır. Buna karşın, bilişsel psikologlar, bazı faktörlerin, önemli bir şekilde, bir kararı tamamen etkilediği/etkileyebildiği interaktif bir sürecin olabileceğini göz önünde bulundurlar. Bu kapsamda sezgiler, inançlar ya da zihinsel modeller göz önünde bulundurulur. Duygular, karar vericinin ruh hali, bakış açıları, bir olguya ilişkin sabit psikolojik eğilimleri gibi bir takım *içsel güdüler* bir kararı etkileyebilir. Ayrıca geçmiş kararların sonuçları ve hafızada bıraktığı etkiler de, mevcut karar verme süreci üzerinde güçlü bir etki yapar. Bu kompleks bakış açısı göz önünde bulundurulduğunda, insan davranışlarının belirli bir duruma lokal olarak koşullandığı varsayımı genel olarak kabul görmektedir<sup>157</sup>.

### 2.2.2.3. Risk ve Belirsizlik Altında Karar Vermeyle İlgili Teoriler

Verilecek kararların gelecekte yaratacağı sonuçların kesin olarak bilinemediği durumlar; *risk* ve *belirsizlik* olarak iki kısımda incelenmektedir. Bunlardan *risk*; bir olayın olasılık dağılımının bilindiği durumları kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle, verilen bir kararın hangi koşullarda hangi sonuçları doğurabileceği ve bu koşulların gerçekleşme olasılıkları biliniyorsa riskli bir durumdan söz edilir. Hangi koşullarda hangi sonucun ortaya çıkacağı bilinmekle birlikte, söz konusu koşulların gerçekleşme olasılıkları bilinmiyorsa *belirsizlik* durumu vardır. Örneğin, bir yatırımın, hava koşullarının iyi ya da kötü olmasına bağlı olarak hangi sonuçları vereceğine ilave olarak hava koşullarının iyi ve kötü olma olasılıkları da biliniyorsa *risk* durumu, bu olasılıklar bilinmiyorsa *belirsizlik* durumu söz konusudur<sup>158</sup>.

#### 2.2.2.3.1. Beklenen Fayda Teorisi

Bernoulli'nin Beklenen Fayda Teorisi (BFT) ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanarak belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışır. İnsanlar karar verdikleri anda bu karardan doğacak sonucu tam olarak bilmemektedir. Bir eylemin sonucu tam olarak bilinmeden bu eylemi yapmak konusunda bir kararın önceden alınma gereği, iktisat teorisinde belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklayacak modellerin geliştirilmesine yol açmıştır. John Von Neumann ve Oscar Morgenstern (NM) (1944)

<sup>157</sup> Osman Barak, *Davranışsal Finans -Teori ve Uygulama-*, Gazi Kitabevi, Ankara 2008, s. 68.

<sup>158</sup> Mehmet Bolak, *Risk ve Yönetimi*, Birsen Yayınevi, İstanbul 2004, s. 39.

Bernoulli'nin öncülüğünü yaptığı beklenen fayda düşüncesini geliştirerek bu düşüncenin bir teoriye dönüşmesini sağlamışlardır<sup>159</sup>.

Beklenen Fayda Teorisi, risk altında karar verme konusunda genel kabul görmüş bir teoridir. BFT, genel olarak rasyonel seçimlerin normatif bir modeli olarak kabul edilmekte ve ekonomik davranışların tanımlayıcı bir modeli olarak çoğunlukla uygulanmaktadır. BFT, riskli seçenekler arasında karar verme durumuyla karşı karşıya olan bireyler beklenen faydaları karşılaştırarak tercihlerini yapacaklardır. Buna göre birey, kendisine en yüksek faydayı sağlayan seçeneği tercih edecektir. Herhangi bir seçeneğin bireye sunduğu fayda ise, söz konusu seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılıkları ile ağırlıklandırılması yoluyla ölçülmektedir ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip olan seçenek birey tarafından tercih edilecektir<sup>160</sup>.

Belirli temel varsayımlara dayanılarak geliştirilmiş olan BFT, sayısallaştırılabilir bir fayda anlayışından yola çıkmaktadır. Daha büyük bir beklenen fayda daha yüksek bir tercih düzeyi ile ilişkilendirilebilir.  $U(x)$  kişinin risk tercihini simgeleyen bir fonksiyon olarak,  $a > 0$  olmak üzere;

$$U^*(x) = a U(x) + b \text{ ise,}$$

$U^*(x)$  kişinin risk tercihini simgeleyen bir diğer fonksiyondur<sup>161</sup>.

Beklenen Fayda Teorisi'nin temel varsayımları<sup>162</sup>;

1) Alternatiflerin Sırası Varsayımı:  $X_j$  ve  $X_k$ , aynı anda ikisi birden gerçekleşmeyecek olaylardan (mutually exclusive) ise kişi ya  $X_j$ 'yi  $X_k$ 'ya tercih eder ( $X_j > X_k$  ise), veya  $X_k$ 'yi  $X_j$ 'ye tercih eder ( $X_k > X_j$  ise) veya alternatifler  $X_j$  ve  $X_k$  arasında ( $X_j \sim X_k$  ise) -bütün  $j$  ve  $k$  için- kayıtsızdır.

2) Geçişlilik Varsayımı: Üçüncü bir alternatifin var olması halinde mevcut sıralamanın tutarlılığının bozulmayacağı anlamındadır. Eğer  $X_j > X_k$  ve  $X_k > X_n$  ise,  $X_j > X_n$ 'dir.

3) Tercihlerin Sürekliliği – Devamlılık (Continuity) Varsayımı: Eğer  $X_1$  en iyi çıktı,  $X_n$  en kötü çıktı ise, her bir  $X_k$  için ( $k = 1, 2, \dots, n$ ) bazı  $p_k$  vardır ki kişi, kesin olan  $X_k$ 'yi veya kumar olan  $X_1$ 'yi  $p_k$  olasılığı ve  $X_n$ 'i ( $1-p_k$ ) olasılığı ile elde etmek arasında kayıtsızdır.

<sup>159</sup> Ernur Demir Abaan, *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara 2002, s. 125-126.

<sup>160</sup> Kahneman ve Tversky, *Agm*, s. 263-264.

<sup>161</sup> Abaan, *Age*, s. 126.

<sup>162</sup> Barak, *Age*, s. 71-72.



4) İkame Edilebilirlik - Bağımsızlık Varsayımı: Eğer  $X_k \sim Y_k$  ise 1'inci seçim ile 2'inci seçim arasında fark yoktur, yani  $(C1 \sim C2)$  olarak  $C1 = [(p_1, X_1), \dots, (p_k, X_k), \dots, (p_n, X_n)]$  ve  $C2 = [(p_1, Y_1), \dots, (p_k, Y_k), \dots, (p_n, X_n)]$ . Bu kural birbiriyle alakasız alternatiflerin birbirinden bağımsızlığı şeklinde de adlandırılır.

5) Karmaşık Talih Oyunlarının Kısaltılması Varsayımı: Kişi karmaşık talih oyunlarını basit bir şekle düşürmek için olasılık teorisini kullanır, bununla birlikte talih oyununun formülasyonu neticeyi değiştirmez.

6) Tekdüzelik Varsayımı:  $[(p, X_1), (1-p, X_n)]$  şeklindeki talih oyunu  $[(q, X_1), (1-q, X_n)]$  şeklindeki talih oyununa yalnızca  $p > q$  durumunda üstünlüğü bulunmaktadır. Bu durumda  $X_1$ 'yi en çok tercih edilen  $X_n$ 'i ise en az tercih edilen alternatif olarak kabul edilmektedir.

7) Kazanma Şansı Yüksek Olanı Tercih Etme Varsayımı: Piyango  $L_1, p \cdot x_1$  ve  $(1-p) \cdot x_2$  ve piyango  $L_2, q \cdot x_1$  ve  $(1-q) \cdot x_2$  olsun. Piyango  $L_1$  ve  $L_2$  ödülleri aynı olan ancak sadece olasılıklar açısından farklı piyangolardır. Eğer  $p > q$  ise,  $x_1$   $P \times 2$  tercihinin ortaya konması,  $L_1$  piyangosunun  $L_2$  piyangosuna tercih edildiği anlamındadır.

8) Riskten Kaçınma Varsayımı: Bireyler, sonucu belirli olan seçenekleri, riskli seçeneklere tercih edeceklerdir. BFT'ye göre riskten kaçınma fayda fonksiyonunun içbükey bir yapıda olmasıyla eş anlamlıdır<sup>163</sup>.

Beklenen Fayda Teorisi, kişilerin tutarlı bir tercih açığa koymaları halinde bireysel tercihi sayısallaştırabilecek bir indeksin ortaya konulabileceği fikrine dayandırılmaktadır. Bir oyuna katılmak isteyen bir kişi için,  $n$  adet olası ödül olduğu varsayımı altında,  $X_1, X_2, \dots, X_n$  ödülleri olsun,  $X_1$ , en az tercih edilen ve  $X_n$  en fazla tercih edilen ödüldür. Ancak kişinin daima kazanma olasılığı en yüksek olan ödülü tercih edeceği varsayımı altında, insan, daima en büyük ödülü tercih edecektir<sup>164</sup>.

### 2.2.2.3.2. Beklenti Teorisi

Beklenen Fayda Teorisi'ne alternatif olmak üzere birçok modeller geliştirilmiştir. Örnek olarak; Subjektif Beklenen Fayda Modeli (Edwards, 1955), Kesinliği Denk Model (Handa, 1977), Subjektif Olarak Ağırlıklı Fayda Modeli (Karmarkar, 1978), Ağırlıklı Olarak Farklılaştırılmış Üretim Ortalaması Modeli (Lynch ve Cohen, 1978), Pişmanlık Teorisi Modeli (Bell, 1982), ve Beklenti Teorisi (Kahneman ve Tversky, 1979) gösterilebilir. Beklenti Teorisi, BFT'nin bazı

<sup>163</sup> Kahneman ve Tversky, Agm, s. 264.

<sup>164</sup> Abaan, Age, s. 127.

önergelerini kabul etmez ve deneylere dayanır<sup>165</sup>.

Literatürdeki kanıtlar, sadece yargılarda değil aynı zamanda belirsizlik altında karar verirken de, geleneksel ekonomi kuramından sistematik olarak ayrılmaların olduğuna işaret etmektedir. Özellikle belirsizlik altındaki kararların pek çoğu, BFT'nin tahminlerinden ayrılmaktadır. Belirsizlik altında verilen kararların, von Neumann-Morgenstern-Savage tarafından geliştirilmiş bulunan BFT'nden ayrılmaları konusuna, ilk defa Allais'in (1953) çalışmasına atfen 1988 yılında değinilmiştir<sup>166</sup>.

Allais, incelediği bütün durumlarda; iktisadi bir yıkıma yol açabilecek ve ihmal edilmeyecek büyüklükte bir olasılığa dayalı bütün hallerin, gözden çıkarılmasının ve kişinin elinde mevcut sermayeye oranı ile değerlendirildiğinde, önemli bir toplama ulaşan getiri veya götürü arasında seçim yapmak durumu ile karşı karşıya kaldığında, tercihlerin kesin durumların komşuluğunda yapılmasının (*kesinlik etkisi*), BFT'ndeki bağımsızlık prensibiyle birbirine zıt iki olgu olduğunu ileri sürmektedir. Örneğin, çoğu kişi, A durumunda kesinlikle 100 TL, B durumunda %10 olasılıkla 500 TL, %89 olasılıkla 100 TL yada %1 olasılıkla 0 TL, kazanma seçenekleri arasında, bir seçim yapmaları istendiğinde A durumunu (kesin kazanma durumu) tercih etmektedirler. Buna karşın, C durumunda %11 olasılıkla 100 TL yada %89 olasılıkla 0 TL, D durumunda %10 olasılıkla 500 TL, %90 olasılıkla 0 TL, kazanma seçenekleri arasında, bir seçim yapmaları istendiğinde D durumunu tercih ettikleri gözlenmiştir. Bu gözlem beklenen fayda teorisindeki tercihlerin değişmezliği varsayımı ile çelişir bir sonuç ortaya koymaktadır. Bu çelişki literatürde *Allais Paradoksu* olarak adlandırılmıştır<sup>167</sup>.

Ayrıca, referans seviyeleri ile karşılaştırıldığında, insanlar, aynı büyüklükteki kazançlardan ziyade, kayıplara-zararlara daha duyarlıdır. Tversky ve Kahneman (1992), ortalama bir zarara-kayba karşı verilen değer eşit büyüklükteki bir kazançta verilen değer iki katı olduğunu tahmin etmişlerdir. Örneğin, Kahneman ve Tversky (1979), her biri için %25 olasılıkla, yapılan bir araştırmada, on kişi arasından yedisi %25 olasılıkla 6000 TL kaybetmeyi, %50 olasılık ile 4000 TL ya da 2000 TL kaybetmeye tercih ettiğini tespit etmişlerdir<sup>168</sup>.

<sup>165</sup> Hasan Dursun, *Suçun Ekonomik Modelleri*, İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Haziran 1997, s. 31. (<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/dursunh/suc.html>) (Erişim Tarihi: 17.05.2009).

<sup>166</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 15.

<sup>167</sup> Abaan, Age, s. 156-158.

<sup>168</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 15-16.

### 2.2.2.3.2.1. Beklenti Teorisine İlişkin Temel Bulgular

Bu bölümde Kahneman and Tversky (1979) tarafından geliştirilen Beklenti Teorisi'nin özünü oluşturan bir takım temel bulgular ele alınmaktadır.

**Referans Noktası ve Risk Eğilimi:** Beklenti Teorisi'nin varsayımlarından olan yansıma etkisine (reflection effect) göre; bireylerin kazanca dayalı veya kayba dayalı alternatifler arasında seçim yapma durumlarında riske yaklaşımları değişmektedir. Kazanca dayalı sonuçlar arasında seçim yapmak durumunda kalan bireyler riskten kaçınırken (risk aversion), kayba dayalı sonuçlar arasında seçim yapmak durumunda kalan bireyler risk alma (risk seeking) eğilimi içinde olmaktadır. Yansıma etkisi kapsamında, BT'nin temel kavramlarından biri referans noktası kavramıdır. BT'ne göre karar vericiler, kazanç ve kayıp durumlarını belirli bir referans noktasına göre değerlendirirler. Bir başka deyişle, kazanç ve kayıp, karar vericinin mevcut durumunu yansıtan referans noktasına göre belirlenir ve referans noktasının altında kalan durumlar kayıp olarak değerlendirilirken, referans noktasının üstündeki durumlar kazanç olarak değerlendirilir. BT'nin varsayımına göre, referans noktasının altında kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler riski sever bir tutum içine girerlerken, referans noktasının üstünde kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler riskten kaçır bir tutum sergilerler<sup>169</sup>.

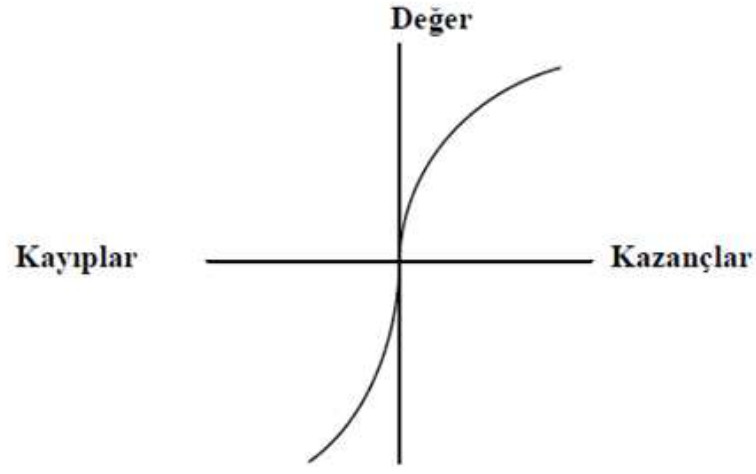
Kahneman and Tversky'nin (1979) ifade ettikleri gibi, bireylerin riske karşı tutumlarını belirleyen en önemli faktörlerden biri, karşılaştıkları durumları nasıl konumlandıklarıdır (kar/zarar). Örneğin, bir finans yöneticisi karar aşamasında, bir yatırıma dair nakit giderler, bir satıştan sağlanan brüt gelir, bir şirket birleşmesi sonucunda katlanılan maliyetler vb. verilere sahip olabilir. Bu verilerin finans yöneticisi tarafından nasıl kodlandığı, riske karşı tutumu belirleyecektir. Örneğin, maliyet unsuru kişinin mevcut varlığının azalmasına sebep olacaktır. Bu durumda, maliyetleri ön planda tutulan yatırım alternatifleriyle karşı karşıya kalan bir yatırımcı, BT'ne göre *riski sever* bir tutum sergileyecektir<sup>170</sup>.

Beklenti Teorisi'nde, BFT'ndeki gibi bir  *fayda fonksiyonundan (utility function)* değil ama bir *değer fonksiyonundan (value function)* söz etmek mümkündür. Değer fonksiyonu, kazanç ve kayıp alanlarında farklılaşmaktadır ve (1) alınan bir karar referans noktasından sapmalar üzerinden tanımlanır; (2) kazanç bölgesinde iç bükeyken,

<sup>169</sup> Süer, Age, s. 98.

<sup>170</sup> Süer, Age, s. 98.

kayıp bölgesinde dış bükeydir; (3) kayıp bölgesinin eğimi, kazanç bölgesinin eğimine göre daha diktir<sup>171</sup> (Bknz Şekil 2.1).



Şekil 2.1: **Değer Fonksiyonu**

Kaynak: Kahneman ve Tversky (1979), Agm, s. 279.

**Kesinlik Etkisi:** Beklenti Teorisi'ne göre, belirsizlik durumunda seçim yaparken bireylerin davranışları, Beklenen Fayda Teorisinin varsayımları ile ters düşmektedir. Örneğin, bireyler kesin olduğu kabul edilen sonuçlara, gerçekleşmesi muhtemel olan sonuçlara oranla daha fazla ağırlık vermektedirler. Bu durum kesinlik etkisi (certainty effect) olarak adlandırılmaktadır<sup>172</sup>.

Allais (1953) tarafından yapılan deneylerde de kesinlik etkisi açıkça ortaya konulmuştur. Buna göre; Problem 1: N=72, Seçenek A; %33 olasılıkla 2500 TL, %66 olasılıkla 2400 TL ve %1 olasılıkla da 0 kazanma ihtimallerine sahipken, B Seçeneğinde ise, %100 olasılıkla 2400 TL kazanma beklentisi vardır. Problem 2: N=95, Seçenek C; %80 olasılıkla 4000 TL, %20 olasılıkla 0 kazanma ihtimaline sahipken, D Seçeneğinde ise, %100 olasılıkla 3000 TL kazanma beklentisi vardır. İnsanlardan, Problem 1 ve 2'deki tercihler arasından hangilerini tercih edecekleri sorulmuş ve Problem 1'de katılımcıların %82'si B Seçeneğini tercih ettiği gözlenmiştir (A Seçeneğinin beklenen faydası daha yüksek olmasına rağmen). Aynı şekilde, Problem 2'de de katılımcıların %80'i D Seçeneğini tercih etmiştir. Her iki örnekte de katılımcıların yarısından çoğunun BFT'ni ihlal ettikleri saptanmıştır<sup>173</sup>.

<sup>171</sup> Süer, Age, s. 98.

<sup>172</sup> Süer, Age, s. 98.

<sup>173</sup> Kahneman ve Tversky (1979), Agm, s. 265-266.

Kahneman ve Tversky (1979), kesinlik etkisine Allais'ten aktardıkları başka bir örnekte; %25 ihtimalle 3000 TL kazanma, %20 ihtimalle ise 4000 TL kazanma alternatifleriyle karşı karşıya kalan bir grubun %65'i ikinci alternatifini seçmiştir. Aynı grup, %100 3000 TL kazanma alternatifi ve %80 olasılıkla 4000 TL kazanma alternatifi ile karşı karşıya kaldığında ise, grubun %80'i birinci alternatifini seçmiştir<sup>174</sup>.

Kesinlik etkisi sadece pozitif beklentilerde görülmeyip, negatif beklentilerde de görülebilmektedir. Şöyle ki; yapılan deneyde 95 kişiden, %80 olasılıkla 4000 TL kaybetmek (A Seçeneği) ya da %100 olasılıkla 3000 TL kaybetmek (B Seçeneği), seçenekleri arasından tercih yapmaları istenmiştir. Katılımcıların %92'si A Seçeneğini B Seçeneğine tercih ettikleri gözlenmiştir. Bu örnekte bize, insanların kesin kaybetme olasılığına karşın, kesin kaybetmeme ihtimali olan tercihi seçtiklerini göstermektedir. Yani, negatif beklentilerde de elde edileceği kesin olarak belli olan sonuçların, elde edileceği kesin olarak belli olmayan sonuçlara karşı daha fazla önem verilerek tercih edildiğini göstermektedir<sup>175</sup>.

Bu örneklerden çıkarılacak sonuç; pozitif beklentilerde kesinlik etkisi, kesin olan kazançları yalnızca olasılık olarak elde edilebilecek kazançlara karşı tercih ettirerek riskten kaçınma haline neden olmakta, negatif beklentilerde de muhtemelen kaybedilmesi mümkün olan kayıpları kaybedilmesi muhakkak olan kayıplara karşı tercih ettirerek risk düşkünlüğü durumuna neden olmaktadır<sup>176</sup>.

**Çerçeveleme Etkisi:** Beklenti Teorisi, temel karar parametreleri değişmemekle birlikte problemin sunuluşuna ve ifade ediliş biçimine göre insanların cevaplarının değiştiğini ortaya koymaktadır<sup>177</sup>. Çerçeveleme etkisine (framing effect) göre, bir sorunun tanımlanma şekli (seçilen kelimeler, vurgu, ifade tarzı, bilgi ve verinin takdim şekli vs.) kişileri başlangıçta farklı tutum ve algıya sevk eder; dolayısıyla kişilerin çözüm alternatiflerini seçmelerini etkiler. Bu etki özellikle, risk ve belirsizlik koşullarında insanların karar verme davranışı üzerinde etkili olmaktadır<sup>178</sup>.

Çerçeveleme etkisi, bir seçeneğin özünden ziyade, şartlar ve çevre değiştirilerek karar sonucunun değişebileceği ya da manipüle edilebileceği anlamına

<sup>174</sup> Kahneman ve Tversky (1979), Agm, s. 266.

<sup>175</sup> Dursun, Age, s. 32-33.

<sup>176</sup> Dursun, Age, s. 33.

<sup>177</sup> Eldar Shafir ve diğerleri, "Money Illusion", *The Quarterly Journal of Economics*, CXII (2), 1997, s. 346.

<sup>178</sup> Tamer Koçel, *İşletme Yöneticiliği*, Arıkan Yayınevi, 10. Bası, İstanbul 2005, s. 89.

gelmektedir. İnsanlar sınırlı rasyonelliğe sahiptir ve seçeneklerin sunum şekli, insanların problemin farklı yönlerine dikkatlerini yöneltmesine neden olmaktadır<sup>179</sup>.

Kahneman ve Tversky (1984) çerçeveleme eğilimiyle ilgili olarak verdikleri örnekte<sup>180</sup>;

Ülkede baş gösteren bir Asya hastalığından 600 insanın ölmesi beklenmektedir. Hastalıkla mücadele etmek için iki alternatif program önerilmektedir ve deneklerden mücadele programları arasından varsayımsal olarak bir tercih yapmaları istenmektedir. İki farklı denek grubundan ilkinde, Program A'nın seçilmesi durumunda 200 insanın kurtarılacağı, Program B'nin seçilmesi durumunda ise 1/3 olasılıkla 600 insan kurtarılacağı ve 2/3 olasılıkla da hiç kimsenin kurtarılamayacağı anlatılıyor. Deney sonucunda, deneklerin %72'si Program A'yı tercih ederken, %28'i Program B'yi tercih ediyor.

İkinci gruba ise, Program C'nin seçilmesi durumunda 400 insanın öleceği, Program D'nin seçilmesi durumunda ise 1/3 olasılıkla hiç kimsenin ölmeyeceği ve 2/3 olasılıkla da 600 kişinin öleceği ifade ediliyor. Bu gruptaki deneklerin %78'i Program D'yi tercih ederken, %22'si Program C'yi tercih ediyor.

Karara ilişkin parametreler aynı olmasına rağmen deneklerin karar tercihleri değişmektedir. Bu durumu çerçeveleme etkisi ile açıklayabiliriz. Bu örnekte göstermektedir ki, problemi açıklamada kullanılan kelimeler, ifadeler, insanları farklı kararlar almaya yönlendirmektedir. Bu örnekte, *riskten kaçınma* davranışının bir sonucu olarak ilk grupta 200 kişinin kurtulacağı garantili seçeneği seçmiştir. İkinci grupta ise, *riske açık* olarak, garantili kayıp seçeneğine karşın, riskli seçeneği tercih etmiştir.

#### 2.2.2.3.2.2. Beklenti Teorisi'nin Unsurları

Beklenti teorisi, üç temel esas üzerine kurulmuştur. Bunlar;

- Düzeltme Süreci (Editing Process),
- Değer Fonksiyonu (Value Function) ve
- Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu (Probability Weighting Function)'dur.

<sup>179</sup> Barak, Age, s. 85.

<sup>180</sup> Daniel Kahneman ve Amos Tversky, "Choices, Values, and Frames", *American Psychologist*, XXXIX (4), 1984, s. 343.

**Düzeltilme Süreci:** Kahneman ve Tversky geliştirdikleri teorilerine göre; risk ve belirsizlik koşullarında insanlar iki aşamalı bir süreçle karşı karşıya gelirler. Sürecin ilk aşamasını önerilen alternatiflerin analiz edilmesi oluşturur. İkinci aşamasını ise, analiz edilerek düzeltilme yapılmış alternatifler içerisinde değeri en yüksek olan alternatifin seçilmesi oluşturur.

Kahneman ve Tversky ilk aşamada gerçekleştirilen altı temel işlemi aşağıdaki şekilde tarif etmişlerdir<sup>181</sup>;

**Kodlama;** Bu işlemde BFT'nin aksine -ki bu teoride çıktılar zenginlik durumunun son hali dikkate alınarak değerlendirilmektedir- çıktılar kazanç ve kayıp olarak ele alınmıştır.

**Birleştirme;** Eşdeğer çıktı durumunda beklentiler olasılıklarının birleştirilmesi durumuyla kısaltılabilir. Örneğin, (100, 0.20; 100, 0.20) şeklindeki beklenti, (100, 0.40) şekline dönüştürülebilir ve bu şekilde değerlendirilir.

**Ayırma;** Bu işlemde, risksiz durum riskli durumdan ayrılır. Örneğin, (-300, 0.40; -200, 0.60) şeklindeki olumsuz beklenti, %50'nin üzerinde bir kaybın kesin kayıp olacağı düşüncesiyle (-200 kesin kayıp) ve beklenti olarak (-300, 0.40) şeklinde kabul edilebilir.

**İptal Etme;** Önerilen beklentilerin hepsinde ortak olan bazı kısımlar atılabilir. Örneğin, (400, 0.15; 150, 0.25; -75, 0.35) ve (400, 0.15; 100, 0.30; -80, 0.40) arasındaki seçim (150, 0.25; -75, 0.35) ve (100, 0.30; -80, 0.40) şeklinde bir seçim olarak kolayca kısaltılabilir.

**Basitleştirme;** Olasılıklar ve çıktılar bazen yuvarlanabilir. Örneğin, (0.51, 0.24) şeklindeki beklenti, 0.50 kazanma şeklinde bir şans olarak değerlendirilebilir. Bu işlemde, ayrıca gerçekleşmesi oldukça zor olan olasılıklar da atılır. Örneğin, 0.1 şeklindeki bir olasılık vb.

**Baskın Olanı Belirleme;** Baskın olan alternatifi belirlemek ve geniş kapsamlı bir değerlendirme yapmadan reddetmek amacıyla önerilen alternatifler gözden geçirilir. Örneğin, (300, 0.20; 101, 0.49) şeklindeki alternatif, (300, 0.15; 99, 0.51) şeklindeki alternatife, eğer iki alternatifte de ikinci kısımlar (100, 0.50) şeklinde basitleştirilirse baskın gelecektir.

Değerlendirme aşamasında analiz edilerek düzeltilme yapılmış alternatiflerin genel anlamda değeri,  $V$  şeklinde gösterilmiş,  $\pi$  ve  $v$  şeklinde iki ölçü ile açıklanmıştır.

---

<sup>181</sup> Dursun, Age, s. 35.

İlk ölçü,  $\pi$  her bir olasılık  $p$  ile beraber  $\pi(p)$  şeklinde karar olasılığına dönüşür ki,  $p$  nin alternatifteki genel etkisini gösterir. Yalnız hatırdan uzak tutulmalıdır ki  $\pi$ ,  $p$  ile aynı değere sahip değildir ve  $\pi(p) + \pi(1-p) < 1$  dir. İkinci ölçü,  $v$  her bir sonuca,  $x$ ,  $v(x)$  şeklinde numara vererek o neticenin subjektif değerini gösterir. Daha önce açıklandığı gibi referans noktası ölçünün sıfırcı noktası olarak kabul edilebilir ve bütün sonuçlar bu referans noktasına göre tanımlanır ve  $v$  referans noktasından sapmaları -ki bu sapmalar kazanç veya kayıp şeklinde olur- gösterir<sup>182</sup>.

**Değer Fonksiyonu:** Beklenti Teorisi'nin değer fonksiyonu BFT'nin değer fonksiyonundan tamamen farklıdır. Bu teoriye göre değer, iki argümanın fonksiyonu olarak kabul edilmiştir. Bunlar; a) mal varlığı referans noktası ve b) pozitif ya da negatif referans noktasından sapmaların boyutudur<sup>183</sup>.

Değer fonksiyonu üç temel özelliğe sahiptir. Bunlar<sup>184</sup>;

1. Değer fonksiyonu toplam varlıktan ziyade, kazanç ya da kayıplar olarak tanımlanır. Bu durum referans noktasından sapma derecesi olarak da açıklanabilir.

2. Değer fonksiyonu kazanç bölgesinde *iç bükeyken*, kayıp alanında *dış bükey*'dir. Başka bir ifadeyle, insanların kazanç alanında *riskten kaçındığı*, kayıp alanında ise *risk almaya istekli* olduğu kabul edilmektedir (Şekil 2.1). Bu durum yapılan deneysel çalışmalarla kanıtlanmıştır.

3. İnsanlar, kazançlardan ziyade kayıplara karşı daha duyarlı olmaktadır. Bunun da nedeni, insanların kayıptan kaçma eğiliminde olmalarıdır. Bu sebeple kayıp bölgesinin eğimi kazanç bölgesine göre daha diktir (Şekil 2.1). Bu durum Tversky ve Kahneman'ın (1981) deneysel çalışmasında bu oran 2:1 olarak saptanmıştır. Yani kaybetmenin vermiş olduğu üzüntü, kazançların sağladığı faydaya göre iki kat daha büyük etkiye sahiptir. Söz konusu bu özellik kayıptan kaçma olarak tanımlanmıştır.

Benartzi ve Thaler (1995) çalışmalarında, hazine bonolarında %1'in altında getiri ile piyasa dengesinin sağlandığı bir ortamda, hisse senetlerinin yıllık reel tarihi getirilerinin %7 oranında prim yapmasını (prim çelişmesini), değer fonksiyonuna ilişkin kayıptan kaçma davranışı ile açıklamışlardır. Çalışmaya göre, insanlar her iki varlık grubu için yıllık getiri dağılımının olasılığını değerlendirmekte, Şekil 2.1'deki değer

<sup>182</sup> Dursun, Age, s. 35-36.

<sup>183</sup> Dursun, Age, s. 36.

<sup>184</sup> Serpil Döm, *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, İstanbul 2003, s. 29.



fonksiyonunda olduğu gibi, olası kayıpları olası kazançlara kıyasla yaklaşık 2 ile 2,5 kat daha fazla ağırlandırmaktadırlar<sup>185</sup>.

**Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu:** Beklenen Fayda Teorisi'ndeki (p)'nin yerini BT'nde karar ağırlığı olarak  $[\pi(p)]$  almaktadır. Şekil 2.2'de de görüldüğü gibi çok düşük (0'a yakın) olasılık aralığı hariç, genel olarak, olasılığı tayin edilen karar ağırlığı  $[\pi(p)]$ , ona karşılık gelen olasılıktan daha düşük olup, doğrusal olmayan bir fonksiyondur. Ağırlıklı olasılık fonksiyonu, bir olayın olasılığının seçeneğin çekiciliği üzerindeki etkisini ölçmektedir. Karar ağırlığı ( $\pi$ ), olasılıktan çok belirsizlik ile risk içeren faktörler tarafından etkilenebilmektedir. Ağırlıklı olasılık fonksiyonu şu özelliklere sahiptir<sup>186</sup>;

Ağırlıklı olasılık fonksiyonun uç noktadaki yönü davranışların tahmin edilmezliğini yansıtmaktadır. Başka bir ifade ile, ağırlıklı olasılık fonksiyonunda varyans sabit değildir ve 0 ile 1'e yakın bölgede oldukça büyüktür. Kahneman ve Tversky'ye (1979) göre, insanların ekstrem olasılıkları kavrama ve değerlendirme becerilerindeki sınırlılıklardan dolayı, yüksek derecede gerçekleşmesi imkansız olaylar, ya reddedilmekte yada fazla ağırlık verilmektedir. Yüksek olasılık ile kesinlik arasındaki fark ya ihmal edilmekte yada abartılmaktadır. Bu sebeple, 1'e çok yakın bir noktada (çok yüksek olasılıkla), insanlar sonucun nerdeyse kesin olarak gerçekleşeceğini düşünecek ve karar ağırlığı kesin bir sonuçla aynı değerlendirilerek, 1'e eşit olacaktır. Olasılık 0'a eşit olduğu zaman, karar ağırlığı 0'a eşittir yada 0'a yakın küçük duyarsız bir alandır. 0 ve 1'e yakın bölgelerde ağırlık fonksiyonunda ani ve kesin bir artış söz konusudur. Dolayısı ile bu bölgelerde olasılıkların değişimi aşırı ve orantısız bir şekilde gerçekleşmekte olup, seçeneklerin değerlendirilmesi üzerinde büyük bir etkiye sahiptir.

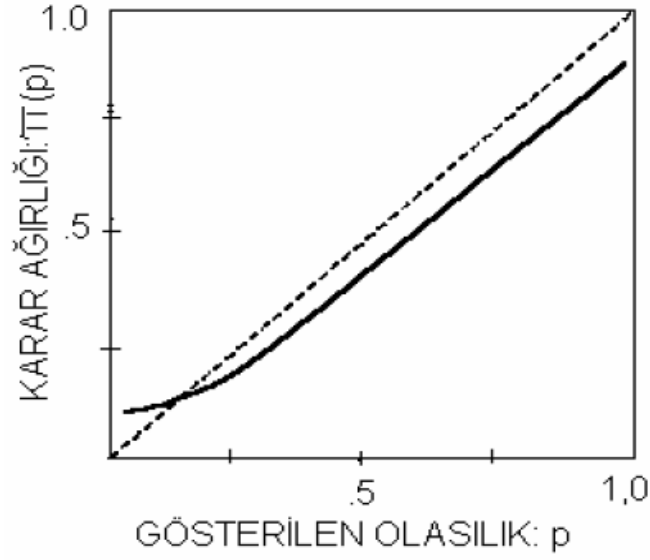
Ağırlık fonksiyonunun diğer bir özelliği 0'a yakın küçük bir bölge dışındaki tüm aralıkta eğimin 1'den az olmasıdır. Eğim karar ağırlığının duyarlılığını gösteren bir ölçüttür. BFT'nin tersine, tercihler genellikle (0 ve 1'e yakın bölgeler haricinde) olasılıktaki değişime daha az duyarlıdır.

İnsanlar düşük olasılıklara fazla ağırlık vermekte, yüksek olasılıklara ise daha az ağırlık verme eğiliminde olmaktadır. Bu konudaki deneysel çalışmalarda, fazla ağırlık vermeden az ağırlık vermeye geçiş noktasının 0,10 – 0,15 aralığında olduğu görülmüştür. Bu bulgudan, çok büyük bir aralıkta olasılıklara daha az ağırlık verildiği

<sup>185</sup> Shlomo Benartzi ve Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, CX (1), 1995, s. 75-79.

<sup>186</sup> Döm, Age, s. 31-32.

sonucuna ulaşılmaktadır. Sonuç olarak, insanların yüksek kazanç olasılığı ve düşük kaybetme olasılığına rağmen *riskten kaçınma*, kazanç olasılığı ve yüksek kaybetme olasılığına rağmen *riske açık olma* eğiliminde olduğu çıkarılabilir.



**Şekil 2.2:** Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu

Kaynak: Kahneman ve Tversky (1979), Agm, s. 283.

Ağırlık fonksiyonu konusunda Kahneman ve Tversky özetle aşağıdaki hususları ifade etmektedirler<sup>187</sup>;

1)  $p$ ;  $p(0)$  ve  $p(1)$  ile  $p$  nin artan derecede bir fonksiyonudur.

2)  $p$  nin küçük değerleri için,  $p$ ;  $p$  nin alt toplam fonksiyonudur ki  $p(rp) > rp(p)$  dir. Bu durumda  $0 < r < 1$  olarak kabul edilmiştir. Bunun yanında, çok küçük olasılıklar genellikle abartılmıştır ki küçük  $p$  için  $p(p) > p$  dir.

3)  $0 < p < 1$  olduğu zaman  $p(p) + p(1-p) < 1$  dir. Bu özellik alt kesinlik olarak adlandırılabilir. Buna ilave olarak, bu prensip,  $p$  nin  $p$  ye göre daha az duyarlı olduğunu (tercihlerin olasılıkta meydana gelen değişkenliğe, beklenti prensibinde oluşan değişiklikten daha az duyarlı olduğunu) anlatır. Daha açık bir deyimle, tamamlayıcı olayların ağırlıklarının toplamı kesin ağırlıklı olayların ağırlıklarının toplamından daha azdır.

4) Karar ağırlıkları çok küçük olasılık durumunda Şekil 2.2'de görülen kalın çizgili sınıra yaklaşmaktadır ki, Kahneman and Tversky bu durumu alt nisbilik olarak adlandırmakta ve bu durumun ancak ve ancak  $\log p$  nin dışbükey fonksiyonu olduğu durumda geçerli olduğunu beyan etmektedir.

<sup>187</sup> Dursun, Age, s. 37.

5) Kişiler gerçekleşmesi oldukça düşük olasılıkları göz önüne almazlar, diğer yandan gerçekleşmesi oldukça yüksek olasılıkları kesin olarak algırlar ki, bu durumdan p nin uç noktalarda diğer noktalardan farklı bir şekilde davrandığı sonucuna ulaşılabilir.

Kahneman ve Riepe (1998), 0 ya da %1 olasılık, %41 ya da %42 olasılık, ve %99 ya da %100 olasılıklarda, insanların 20.000 TL kazanma şansı durumunda ne tür davranış sergileyeceklerini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda; insanların düşük olasılıklara (%0-1), aşırı ağırlık verdikleri, orta ve yüksek olasılıklara ise düşük ağırlık vererek (%41-42; %99-100) hatalı seçimlere neden oldukları kanıtlanmıştır<sup>188</sup>.

#### **2.2.2.3.2.2. Beklenen Fayda Teorisi İle Beklenti Teorisi Arasındaki Farklılıklar**

Belirli bir kayba ilişkin acının aynı miktarda kazancın vereceği memnuniyetten daha büyük olduğu şeklinde basit bir varsayıma dayanan Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisi ile çeşitli farklılıklar göstermektedir<sup>189</sup>. Bu farklılıklar aşağıdaki gibidir<sup>190</sup>;

1) BFT, faydayı bireylerin servetlerinin son durumuna göre değerlendirmektedir. Servetlerin son hali bireyin önceki varlıklarının yanı sıra değerlendirilen seçeneğin sağlayacağı kazançları da içermektedir. Diğer taraftan BT ise, değerlendirilen seçeneğin servette neden olacağı değişimle ilgilenmektedir.

2) BFT, beklenen faydayı hesaplamada tespit edilmiş olasılıkları kullanmaktadır. Beklenen fayda ise, her bir seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılıkları ile ağırlıklandırılması ve toplanması suretiyle elde edilmektedir. Diğer taraftan BT ise, değer fonksiyonunu hesaplarken karar ağırlıklarını kullanmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilen ağırlık fonksiyonunda kullanılan karar ağırlıkları BFT'nin tespit edilmiş olasılıklarından daha düşük değerler almaktadır.

3) BFT, yatırımcıların *riskten kaçınan*, *riske karşı duyarsız* veya *riskten kaçınmayan* olmak üzere üçlü bir sınıflandırmaya tabi tutulabileceğini öngörmektedir. Ayrıca bir yatırımcı aynı anda bu üç sınıfın özelliklerini taşıyamayacaktır. Diğer taraftan BT ise, servetlerinin düzeyine bağlı olmaksızın yatırımcıların kazançlar söz konusu olduğunda *riskten kaçınan*, ancak kayıp söz konusu olduğunda *riskten kaçınmayan* kişilik özellikleri sergileyeceğini ileri sürmektedir.

<sup>188</sup> Daniel Kahneman ve Mark W. Riepe, "Aspects Of Investor Psychology", *Journal of Portfolio Management*, XXIV (4) 1998, s. 56-57.

<sup>189</sup> Mehmet Şen, "Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulaması", *İşletme ve Finans*, (209), 2003, s. 86.

<sup>190</sup> David K. Ding ve diğerleri, "Prospect Theory, Analyst Forecasts, and Stock Returns", *Journal of Multinational Financial Management*, XIV (4-5) 2004, s. 426-427.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANSIN İKİ YAPITAŞI

Davranışsal finansın iki yapıtaşı bulunmaktadır: Bunlar *sınırlı arbitraj* ve *yatırımcı psikolojisi* (yatırımcıların davranış ve eğilimleri)'dir<sup>191</sup>.

#### 3.1. SINIRLI ARBİTRAJ

Arbitraj; aynı ya da temel olarak benzer iki farklı piyasadaki menkul kıymetlerin farklı fiyat avantajını kullanarak eş anlı alma ve satma işlemidir<sup>192</sup>.

Etkin Piyasalar Hipotezi üç temel varsayıma dayanmaktadır<sup>193</sup>:

➤ Yatırımcılar rasyoneldir ve menkul kıymetleri rasyonel olarak değerlendirirler.

➤ Bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile, rasyonel olmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve fiyatlar etkilenmez.

➤ Yatırımcılar aynı yönde rasyonel olmayan davranış sergilerlerse, piyasada bulunan rasyonel arbitrajcılar, rasyonel olmayan davranışların fiyatları etkilemesini engellerler.

EPH'ye göre, rasyonel yatırımcılar sayesinde menkul kıymet fiyatları temel (gerçek) değerlerini yansıtacaktır. Menkul kıymet fiyatlarında irrasyonel yatırımcı davranışlarından dolayı temel değerden bir sapma olduğu takdirde rasyonel davranan arbitrajcılar varlığın tekrar temel değerine gelmesini sağlayacaklardır. Böylece varlık fiyatları sürekli temel değerlerini yansıtacaktır.

Davranışsal Finans açısından ise; piyasada risksiz ve maliyetsiz bir kazanç (arbitraj) imkanı bulunmamaktadır. Yani, fiyatların, temel değeri yansıttığı (fiyatlar doğru) ve riskten arındırılmış yüksek kazançlar elde etmenin mümkün olmadığını (kolay kazanç yok) savunan EPH'nin aksine Davranışsal Finansa göre, fiyatların, temel değeri yansıtmadığı etkin olmayan bir piyasada bile riskten arındırılmış yüksek kazançlar elde etmek mümkün değildir. Böylece<sup>194</sup>,

<sup>191</sup> Nicholas Barberis ve Richard H. Thaler, "A Survey of Behavioral Finance", İçinde; Editörler: George M. Constantinides, Milton Harris ve René M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V. 2003, s. 1054.

<sup>192</sup> William F. Sharpe ve Gordon J. Alexander, *Investment*, Prentice Hall, 4th Edition, Englewood 1990.

<sup>193</sup> Andrei Shleifer, *Inefficient Markets, An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, New York 2000, s. 2

<sup>194</sup> Barberis ve Thaler, "A Survey of Behavioral Finance", İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 4.

(fiyatlar doğru) ==> (kolay kazanç yok)

aksine

(kolay kazanç yok) =/=> (fiyatlar doğru).

Bu ayırım piyasanın etkinliği konusunda devam eden tartışmaları değerlendirmek için önemlidir. İlk olarak, birçok araştırmacı hala piyasa etkinliğinin kuvvetli bir delili olarak profesyonel para yöneticilerinin piyasayı yenememelerini göstermektedir. Bunun altında yatan gerçek piyasada fiyatlar doğru olup kolay kazancın olmadığı varsayımdır. İkinci olarak, piyasada fiyatlar doğru olup kolay kazancın olmadığı ayırımını kabul eden bazı araştırmacılar tartışmanın ilk ifadedense ikinci ifade hakkında olması gerektiğine inanırlar<sup>195</sup>.

### 3.1.1. Arbitrajı Sınırlandıran Faktörler

Arbitrajın riskli ve maliyetli olması dikkate alındığında arbitrajı sınırlandıran üç faktörden bahsetmek mümkündür. Bunlar<sup>196</sup>;

- Temel Risk (Fundamental Risk),
- Söylenti Yatırımcıları Riski (Noise Trader Risk) ve
- İşlem Maliyetleridir (Implementation Costs).

#### 3.1.1.1. Temel Risk

Bu risk arbitrajörün karşılaşılabileceği çok açık bir riski oluşturur. Örneğin piyasada Arçelik hisseleri temel değeri 5 TL'den 4 TL'ye düşmüş olabilir. Bu hissenin temel değerine geleceği düşüncesiyle alınabilir. Fakat hisse fiyatı şirket hakkında bazı kötü haberlerle daha da düşebilecektir. Arbitrajör bu riskin farkında olarak arbitraj yapmakta isteksiz olabilir. Aynı zamanda Arçelik hissesi alabilmek için Vestel gibi elinde bulunan bir hisseyi de satmak gibi bir durumla karşı karşıya kalabilecektir. Başka bir problem olarak, beyaz eşya sektör hisseleri sektör hakkında yayılan kötü haberle birlikte bir düşüş yaşayabilir. Böylece arbitrajör elinde bulunan Vestel hisselerini satarak Arçelik hissesi almayabilir.

Arbitrajda temel risk olarak ifade edilen bu durum aşağıda Şekil 3.1'de (Bknz s. 71) gösterilen Royal Dutch ve Shell hisselerinin 1983 ortalarında meydana gelmiştir. 1983 ortalarında hisse fiyatı nispeten ucuz olan (%10 daha düşük) Royal Dutch hisseleri satın alan ve eşit sayıda daha pahalı olan Shell hissesini satan bir arbitrajcı, altı ay sonra

<sup>195</sup> Barberis ve Thaler (2005), Age, s. 4.

<sup>196</sup> Barberis ve Thaler (2005), Age, s. 4-6.

fiyat düşüşünün neredeyse %25'e varmasıyla pozisyonunda ağır bir kötüleşme yaşamıştır<sup>197</sup>.

### 3.1.1.2. Söylenti Tacirleri (İrrasyonel Yatırımcı) Riski

İlk kez Black (1986) tarafından ifade edilen finansal piyasalarda *söylenti* kavramı bugün varlığı, etkisi ve gerekliliği kabul edilen bir olgu haline gelmiştir<sup>198</sup>. Bu kavrama göre; sermaye piyasalarında yatırımcılar bilgiden ziyade söylentiye dayalı işlem yapmaktadır. Yatırımcılar, finansal guruların tavsiyelerini izlemekte, çeşitlendirme yapamamakta, aktif olarak işlem yapmakta ve portföylerini değiştirmekte, kazanan hisse senetlerini satıp, kaybeden hisse senetlerini ellerinde tutarak vergi yükümlülüklerini arttırmakta, hisse fiyat hareketlerini ve diğer popüler modelleri izlemektedir<sup>199</sup>.

Finansal piyasalarda işlem yapan tüm yatırımcıların *bilgi* ve *söylenti* kavramlarını birbirinden ayırt etmesi gerekmektedir. Yatırımcılar bazen bilgiye dayalı olarak işlem yaparlar. Bazen de söylentilere bağlı olarak yatırım kararlarını verirler. Bilgiye dayalı olarak yatırım yapmak ve kar beklemek akılcı bir karardır. Ancak söylentilere bağlı olarak yatırım yapmak akılcı bir karar değildir. Söylenti, yatırımcıların gözlemlerini mükemmellikten uzaklaştıran bir kavramdır. Bir hisse senedinden veya hisse senedi portföyünden beklenen getiri tahmin etmemizi zorlaştırmaktadır<sup>200</sup>.

Black (1986) tarafından ortaya konulan *söylenti ticareti* kavramı, De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (DSSW-1990) tarafından geliştirilerek kabul gören bir model haline dönüştürülmüştür. DSSW (1990) modelinin temel düşüncesi rasyonel olmayan yatırımcıların fikirlerinin tahmin edilemezliğinin yatırım yaptıkları menkul kıymetler üzerinde bir risk oluşturduğu yönündedir. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: *rasyonel yatırımcılar* ve *söylenti tacirleri*. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyoneldir. Tersine, söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır<sup>201</sup>.

<sup>197</sup> Andrei Shleifer, Age, s. 31-32.

<sup>198</sup> Serpil Canbaş ve Serkan Yılmaz Kandır, "Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu İle İncelenmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (29), 2006, s. 30.

<sup>199</sup> Fischer Black, "Noise", *The Journal Finance*, XLI (3), 1986, s. 529-535.

<sup>200</sup> Canbaş ve Kandır, Agm, s. 30.

<sup>201</sup> Canbaş ve Kandır, Agm, s. 30.

De Long ve diğeri tarafından yapılan çalışmada *söylenti tacirleri riski*; arbitrajcının yanlış fiyatlandığını düşündüğü ve arbitraj amaçlı pozisyon aldığı hisse senedinin fiyatı, söylenti yatırımcılarının işlemleri nedeniyle arbitrajcı için daha da kötü bir hale gelmesi şeklinde ifade edilmektedir<sup>202</sup>. Başka bir ifade ile *söylenti tacirleri riski*; doğru bilgiye sahip olmayan, sahip oldukları bilgiler üzerinden sanki bu bilgiler doğruymuşçasına irrasyonel bir şekilde hareket eden yatırımcıların davranışlarını ve dahil oldukları işlemleri anlatır. Söylenti tacirleri, yeni ulaştıkları bilgilere aşırı tepkiler verebilirler ve alım ya da satım yoluyla piyasada büyük çaplı dalgalanmalara sebep olabilirler<sup>203</sup>. Son dönemlerde yapılan çalışmalar söylenti tacirlerinin hisse senedi gibi riskli piyasalara likidite sağlama konusunda faydalarının olmasıyla birlikte piyasaları mükemmellikten de uzaklaştırmakta olduklarını göstermektedir.

Piyasalarda bulunan söylenti tacirlerinin sayısının tahmin edilenden daha çok olduğunun farkına varılmasına rağmen finansal yaklaşımlarda bu kavrama yeterince önem verilmemektedir. Birçok yazarın görüşlerinde söylenti tacirleri, rasyonel yatırımcılar tarafından zarara uğratılacakları ve bu nedenle de piyasadan uzaklaşacakları belirtilmektedir<sup>204</sup>. Söylenti tacirlerinin piyasada gerçekleştirdikleri irrasyonel davranışlarla fiyatlar temel değerlerinden uzaklaşacak, ancak rasyonel davranan yatırımcılar sayesinde fiyatlar tekrar temel değerine gelecektir. Şayet söylenti taciri daha da yükseleceği beklentisiyle temel değerden daha yüksek bir değerden hisse alırsa daha sonra hisse fiyatı düşerse zarar edecektir.

Rasyonel yatırımcılar sadece olması gereken değeri (temel değeri) araştırmakla kalmayıp söylenti tacirlerinin oluşturacağı değişimi de kestirmeye çalışabilirler. Eğer söylenti tacirlerinde genel olarak bir iyimserlik söz konusu ise rasyonel yatırımcılar bu fırsatı değerlendirme çabası içine girebilirler. Ayrıca bazı durumlarda rasyonel yatırımcılar söylenti tacirleri gibi davranarak, yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu menkul kıymetlere yönelebilirler. Böylece, trendi önceden tahmin ve takip ederek karlarını artırabilirler. Aynı zamanda doğru bilgiye sahip yatırımcıların, söylenti tacirlerine göre stratejilerini ayarlayarak onların davranışlarına göre kar elde etmeleri de olası bir durumdur. Örneğin bir şirket hakkında çeşitli

<sup>202</sup> J. Bradford De Long ve diğeri, "Noise Trader Risk in Financial Markets", *Journal of Political Economy*, XCVIII (4) 1990, s. 705.

<sup>203</sup> Mathias Binswanger, *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth: New Dimensions in The Co-evolution of Real and Financial Markets*, Edward Elgar Publishing Inc., Northampton 1999, s. 146.

<sup>204</sup> De Long ve diğeri, *Age*, s. 24.

açıklamalar yapılarak söylenti tacirlerinin tepkileri tahmin edilebilir ve daha sonra uygulanacak stratejilerle kazançlar sağlanabilir<sup>205</sup>.

### 3.1.1.3. İşlem Maliyetleri

Komisyon, alış-satış arasındaki fiyat farkları, fiyat etkisi gibi tüm çevrelerce iyi bilinen işlem maliyetleri, yanlış fiyatlandırmadan faydalanmak için onu daha az çekici hale getirir. Açıktan satış, arbitraj sürecinde önemli olduğu için, işlem maliyetleri kategorisine de açıktan satış kısıtlarını dahil ederiz. Bu durum uzun pozisyon almaktansa kısa pozisyon almayı daha az çekici hale getirir. En basit kısıt, bir hisse senedini ödünç almak için ödenmiş ücrettir. Genel olarak bu ücretler küçüktür. D'Avolio (2002) birçok hisse senedi için 10 ila 15 temel nokta arasında yayıldığını bulmuştur. Fakat yine de bu aralık çok daha fazla geniş de olabilir. Bazı durumlarda, arbitrajcılar her hangi bir miktarda ödünç alacak hisse bulamayabilirler. Bunun yanı sıra, kendi kendilerine uyguladıkları ücretlerden başka, yasal kısıtlamalar da getirilebilir; örneğin, finans bölümlerinin büyük bir bölümü için -özellikle birçok emeklilik fonu ve ortak fonlar için- açıktan satışa açıkça izin verilmez<sup>206</sup>.

Biz aynı zamanda bu kategoride yanlış fiyatlandırmanın öğrenilmesi ve bulunmasının maliyetini ve ondan faydalanmak için ihtiyaç duyulmuş kaynakların maliyetini de dahil ederiz (Merton 1987). Özellikle yanlış fiyatlandırmanın bulunması aldatıcı bir sorun olabilir. Düşünüldü ki; eğer söylenti tacirleri hisse senedi fiyatlarını herhangi bir durumda etkilemiş olsalardı, onların hareketleri, getiriler üzerinde tahmin edilebilir bir şekilde çabucak ortaya çıkabilirdi. Shiller (1984) ve Summers (1986) gösterirler ki; bu tartışma tamamen yanlıştır, Shiller'in deyimiyile "bu, ekonomik düşünce tarihindeki en dikkate değer hatalardan birisidir". Söylenti tacirlerinin talepleri; büyük ve kalıcı yanlış fiyatlandırmaya sebep olmak gibi çok güçlü olsa bile, aslında fark edilemez bir şekilde olmak gibi çok küçük tahmin edilebilir kazançlar oluşturabilir<sup>207</sup>.

### 3.1.2. Sınırlı Arbitraja Hisse Senedi Piyasalarından Deliller

Royal Dutch ve Shell, sırasıyla Hollanda ve İngiltere'de bağımsız olarak kurulmuş iki şirkettir. Birleşme yapıları, 1907 yılında Royal Dutch ve Shell Transport arasında imzalanan ve şirketleri 60:40 kâr oranıyla bir araya getirmeyi, ancak bu süreçte

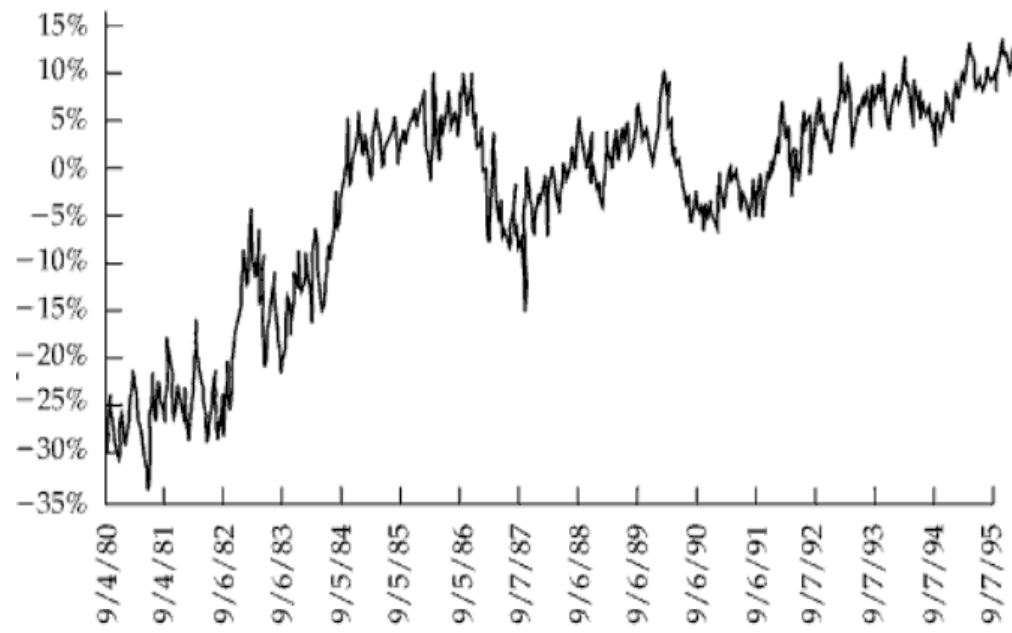
<sup>205</sup> Binswanger, Age, s. 164.

<sup>206</sup> Barberis ve Thaler (2005), Age, s. 6.

<sup>207</sup> Barberis ve Thaler (2005), Age, s. 6.



her iki şirketin de ayrı ve münhasır kuruluşlar olarak kalmasını hedefleyen anlaşma ile belirlenmiştir. Tüm nakit akışları, şirket vergilerine ve kontrol haklarına göre düzenlendikten sonra bu söz konusu oran uyarınca bölünerek şirketler arasında paylaşılır. Bu iki şirket arasındaki birleşmeyi açıklayan bilgiler kamuya geniş biçimde sunulmuştur. Royal Dutch ve Shell, Avrupa ve ABD'de 9 adet borsada işlem görmektedir, ancak Royal Dutch büyük oranda ABD ve Hollanda'da ticaret faaliyetleri gösteren bir kuruluşken (S&P 500'de yer almakta olup Hollanda hisse senetlerinin neredeyse her endeksinde mevcuttur), Shell ise büyük oranda Birleşik Krallık'ta faaliyet göstermektedir (Financial Times Allshare Index'te, ya da FTSE'de kendine yer bulmuştur). Toplamda, menkul değerlerin piyasa değerleri gelecek nakit akışlarının net bu günkü değerlerine eşit olsaydı; Royal Dutch özsermayesinin, Shell özsermayesinin 1,5 katına eşit olması gerekirdi. Ancak gerçek durum bu varsayımdan son derece farklıdır<sup>208</sup>.



**Şekil 3.1:** Royal Dutch ve Shell'in Oransal Olarak Hisse Fiyatları (60/40 Oranından Sapmalar)  
Kaynak: Kenneth A. FROOT ve Emil M. DABORA, "How Are Stock Prices Affected By The Location Of Trade?", Journal of Financial Economics, LIII (2), 1999, s. 193.

Şekil 3.1, Royal Dutch ve Shell'in Eylül 1980 ile Eylül 1995 arasındaki hisse sendi piyasa değerlerinin 60:40 oranından yüzdesel sapmasını göstermekte olup, Royal Dutch'ın %35 daha düşük fiyatlamasından %10 daha yüksek fiyatlanmasına kadar değişen değer eşitliğinden muazzam sapmaları gözler önüne sermektedir. Bizim de

<sup>208</sup> Shleifer, Age, s. 29-30.

farkında olduğumuz bu sapmaların hiçbir yapısal açıklaması yoktur ve bir açıklama bulunması da, bilhassa hisse senetlerinden birinin ya da diğerinin indirimli satıldığı hususu hesaba katıldığında özellikle zorlaşmaktadır. Arbitrajcıların sonsuz bir zaman aralığına sahip olduğu ve hiçbir işlem ücreti (kısa vadeli satışlar dahil) ile karşılaşmadığı bir piyasada bu tür sapmalar mümkün olmamaktadır. Çünkü bir arbitrajcı basit bir şekilde ucuz hisseleri alır, aynı sayıdaki pahalı hisseleri satar, net kârını cebine koyar ve riskli fonları sürekli olarak elinde tutmaya devam eder<sup>209</sup>.

Bu delil Etkin Piyasa Hipotezine karşı ağır bir meydan okumayı ortaya koyar. Bu, bir kişinin bu kazançların usulsüz ya da basit bir risk bedeli olup olmadığını tartışabileceği, belirli bir hisse senedi sınıfının yüksek kazanç sağladığı bir durum değildir. Aksine, burada temel olarak özdeş iki hisse senedi farklı fiyatlarla satılmaktadır (ki bu da fiyat = değer iddiasına karşı en temel çelişkidir). Bir hisse senedinin nakit akışının diğerinin nakit akışından farklı bir temel risk taşıdığı ile ilgili hiçbir örnek bulunmamaktadır. Fama'nın eleştirisi ilgisizdir. Dahası Royal Dutch/Shell örneği türünün tek örneği de değildir. Benzer farklılıkların gözlemlendiği başka şirketler de mevcuttur. ADR'lerin (Amerikan Depo Sertifikaları) özdeş hisseleri Birleşik Devletler ve yerel piyasalarda farklı fiyatlarla sattığı durumlar mevcuttur. Benzer yanlış fiyatlandırmalar tahvil piyasasında yaygındır. Fakat muhtemelen bu durumla alakalı en bilindik örnek; Birleşik Devletler ve diğer yerlerde portföylerinin piyasa değerlerinden farklı piyasa fiyatlarında satılan kapalı uçlu yatırım fonlarıdır. Buna rağmen kapalı uçlu yatırım fonları ele alındığında gözlemlenen değerlendirmelerin alternatif 'yapısal' açıklamaları olduğunu görmekteyiz<sup>210</sup>.

Şekil 3.1'in incelenmesi Royal Dutch ve Shell'deki can alıcı bir arbitraj maliyetine işaret etmektedir: yanlış fiyatlandırmanın riski burada daha şiddetli olmaktadır. 1983 ortalarında hisse fiyatı nispeten ucuz olan (%10 daha düşük) Royal Dutch hisseleri satın alan ve eşit sayıda daha pahalı olan Shell hissesini satan bir arbitrajcı, altı ay sonra fiyat düşüşünün neredeyse %25'e varmasıyla pozisyonunda ağır bir kötüleşme yaşamıştır. Eğer bu arbitrajcıya baskı yapılmış olsaydı ya da arbitrajcı yatırımcılara bu kayıpları açıklamak zorunda kalmış olsaydı, bu kayıplardan kurtulmayı başaramayacak ve bu şirketinin borçlarını ödeyip kapatmak durumunda kalacaktı. Söz konusu arbitrajcı için, söylenti tacirleri (irrasyonel yatırımcı) riski çok önemlidir<sup>211</sup>.

<sup>209</sup> Shleifer, Age, s. 30-31.

<sup>210</sup> Shleifer, Age, s. 31.

<sup>211</sup> Shleifer, Age, s. 31-32.

Aynı derece enteresandır ki, 1980 Eylülünde hüküm sürmekte olan Royal Dutch ve Shell'in %30 yanlış fiyatlandırmasının düzelmesinin 4 yıl sürdüğünü Şekil 3.1 ortaya koymaktadır. Bu söylenti tacirleri riskinin alımından sonra fiyatların geri dönüşünde arbitrajcı yıllık %7 kazanç sağlamaktadır. Dikkat ediniz ki, bu %7 yanlış fiyatlandırmanın düzelmesinin sonrasındaki dönemin kazancı; tabi ki daha artabilir ve sonrasında kayba gidebilir niteliktedir. Prensip, arbitrajcı daha yüksek kazanç için kendi pozisyonunu baskılayabilirdi, ama sonra bu baskılamının bedelini ve yanlış fiyatlandırma genişledikçe ortaya çıkan açıkla beraber oluşabilecek likidasyon riskini de hesaba kattı. Bu hesaplamalar da bize gösteriyor ki, belki de Royal Dutch ve Shell arbitrajının; bunlar aslen özdeş hisse senetleri olsa da yanlış fiyatlandırmanın %30 olduğu 1980 Eylülünde, önceden planlanmış özellikle çekici bir yanı bulunmamıştır. Diğer yandan, yanlış fiyatlandırmanın düzeltilmesi zaman alırken, agresif arbitraj aktiviteleri gelip onu düzeltmedikçe devasa etkisizlikler finanse edilebilmektedir. EPH'nin bakış açısından bu durum çok önemlidir. Çünkü görüyoruz ki –kusursuz temsilcileri olan hisse senetleri için bile– fiyatlarında temel değerlerden büyük sapmalar, düzeltilmesi zaman alan riskli arbitrajlar ile açıklanabilmektedir<sup>212</sup>.

Froot ve Dabora'nın (1999) çalışmalarında piyasada arbitrajın sınırlı olduğunu ispatlamak için verdikleri başka bir örnek şöyledir; Unilever N.V. ve Unilever P.L.C. iki ayrı şirket olarak faaliyetlerini sürdürürlerken 1930 yılında ilerde tamamen birleşmek kaydıyla birleşmişlerdir. Anlaşmaya göre birleşme sonrası elde edilen toplam kar iki şirket arasında eşit dağıtılacaktır. 1980-1995 döneminde Unilever N.V., Unilever P.L.C. fiyatına göre olması gerekenden %40 daha düşük fiyatlamasından %20 daha yüksek fiyatlanmasına kadar değişen değerler söz konusudur. Bu örnekte Royal Dutch ve Shell şirketleri örneğinde olduğu gibi arbitrajın sınırlı olduğunu net bir şekilde göstermektedir.

### 3.2. YATIRIMCILARIN DAVRANIŞ VE EĞİLİMLERİ

Yatırımcı psikolojisi, menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalar üzerinde etkili olduğu gibi bireysel yatırımcıların davranışlarını da etkilediği çok açıktır<sup>213</sup>. Davranışsal finans kapsamında yapılan çalışmalarda, yatırımcılar karar verme durumunda bir takım içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalarak rasyonellikten

<sup>212</sup> Shleifer, Age, s. 32.

<sup>213</sup> Pompain, Age, s. 3.

uzaklaşmakta olduğu ve maruz kalınan bu etkiler sonucu yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları tekrarladıkları tespit edilmiştir.

Bireysel yatırımcıların *davranış ve eğilimleri* iki grupta incelenebilir<sup>214</sup>;

A) Bilişsel Eğilimler (Cognitive Bias)

- 1) Aşırı Güven Eğilimi (Overconfidence Bias)
- 2) Temsiliyet Eğilimi (Representativeness Bias)
- 3) Bağlanma (Saplanma) ve Düzeltme Eğilimi (Anchoring and Adjustment Bias)

- 4) Bilişsel Çelişki Eğilimi (Cognitive Dissonance Bias)
- 5) Mevcudiyet Eğilimi (Availability Bias)
- 6) Kendine Atfetme Eğilimi (Self-Attribution Bias)
- 7) Kontrol Yanılsaması Eğilimi (Illusion of Control Bias)
- 8) Muhafazakârlık Eğilimi (Conservatism Bias)
- 9) Belirsizlikten Kaçma Eğilimi (Ambiguity Aversion Bias)
- 10) Zihinsel Muhasebe Eğilimi (Mental Accounting Bias)
- 11) Doğrulama Eğilimi (Confirmation Bias)
- 12) Geçmiş Görüş Eğilimi (Hindsight Bias)
- 13) Yenilik Eğilimi (Recency Bias)
- 14) Çerçeveleme Eğilimi (Framing Bias)

B) Duygusal Eğilimler (Emotional Bias)

- 1) Sahiplenme Eğilimi (Endowment Bias)
- 2) Oto-Kontrol Eğilimi (Self-Control Bias)
- 3) İyimserlik Eğilimi (Optimism Bias)
- 4) Kayıptan Kaçma Eğilimi (Loss Aversion Bias)
- 5) Pişmanlıktan Kaçma Eğilimi (Regret Aversion Bias)
- 6) Statüko Eğilimi (Status Quo Bias)

### 3.2.1. Bilişsel Eğilimler

#### 3.2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi

Psikologlar yaptıkları çalışmalarla insanların kendilerine aşırı güven duyma eğilimi içinde olduklarını tespit etmişlerdir. Bu eğilimin neticesinde insanlar yeteneklerine ve bilgilerinin doğruluğuna olması gerekenden daha fazla değer

<sup>214</sup> Pompain, Age, s. 51-253.

biçmektedirler<sup>215</sup>. Aşırı güvenin sonucu olarak; yatırımcılar başarılı oldukları durumda bunun kendi öngörülerinin bir sonucu olduğuna inanmaları, başarısız olduklarında ise kötü şansa bağlamaları bir kural gibi sürekli tekrarlanmaktadır<sup>216</sup>. Aşırı güven eğilimi sebebiyle insanlar, elde ettikleri başarıları (kazançları) kabiliyetlerinin bir sonucu olarak görürken kayıplarını (zararlarını) veya başarısızlıklarını dışsal faktörlere, örneğin kötü şansa bağlamaktadırlar. Bu durumun sürekli tekrarlanması insanların hatalarını görmezden gelmelerine ve başarılarını da abartmalarına yol açmaktadır<sup>217</sup>.

Aşırı güven eğilimi, yatırımcıların bilgilerinin doğruluğunu yanlış yorumlamalarına ve bu bilgiyi analiz etme becerilerini olduğundan yüksek düzeyde olduğunu düşünmelerine sebep olmaktadır. Bu durum, yatırımcıların hisse senedi değerlemelerinde ve hisse fiyatlarının ileriye dönük hareketlerine dair kendi tahminlerine aşırı güven duymalarına yol açmaktadır. Aşırı güven duygusu da, yatırımcıların yüksek risk içeren hisse senetlerini satın almasına ve düşük portföy çeşitlendirmesine gitmesine neden olmaktadır. Aşırı güven aynı zamanda, kötü yatırım kararlarına, yüksek miktarda işlem yapmaya, yüksek riskler almaya neden olmakta ve bütün bu yanlış tutumlar portföy kayıplarına neden olmaktadır<sup>218</sup>.

Odean (1998b) çalışmasında; aşırı güvenin yatırımcıların riskleri daha az tahmin etmeye yönelttiğini, De Bont ise çalışmasında; oynaklıkla artan risk yatırımcıların kendilerince yapılan tahminlerin aralığını genişletmeye itmesi gerektiğini ifade etmektedir. Böylece çok sınırlı olarak oluşturulan yatırımcı tahminlerinde risk ve oynaklığın düşük tahmin edildiği anlaşılmaktadır<sup>219</sup>.

İnsanlar gerçekte olmamasına rağmen, sonuçları kontrol edebileceğine inandığı an daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Bunun yanında, her hangi bir işin başında erken gelen başarılar insanları (yatırımcıları) aşırı güvenli olmaya sevk etmektedir. Ayrıca yakın dönemde başarılı olan yatırımcılar daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Tüm bu nedenlerle yatırımcılar daha aktif ve daha spekülâtif kararlar alabilmektedir. Bunun

<sup>215</sup> Brad M. Barber ve Terrance Odean, "The Courage of Misguided Conviction: Trading Behavior of Individual Investors", *Financial Analysts Journal* (1999). İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 553.

<sup>216</sup> Nicholas Barberis, "Prospect Theory Applications in Finance", s. 2. [http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein\\_class\\_07b.pdf](http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein_class_07b.pdf).

<sup>217</sup> Cunningham Lawrance, "Behavioral Finance and Investor Governance, Cardozo Law School, Public Law and Legal Theory Research Paper Series", Working Paper No: 32, 2001, s.18. <http://ssrn.com/abstract=255778>.

<sup>218</sup> John R. Nofsinger, *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it*, Pearson Education 2001, s. 23-28.

<sup>219</sup> Hersh Shefrin, *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Academic Press, Second Edition, USA 2008, s. 58.

nedeni ise, yatırımcıların bu başarılarını kendi yeteneklerine yükleme eğiliminde olmalarıdır<sup>220</sup>.

Kendine aşırı güvenen yatırımcılar aşağıdaki hatalara düşebilirler<sup>221</sup>.

1. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, potansiyel bir yatırım olarak bir şirketi değerlendirme yeteneklerine gereğinden fazla güvenirler. Sonuç olarak, normalde hisse alımının gerçekleştirilmemesini veya hâlihazırda satın alınmış bir hissenin satılması gerektiğini gösteren uyarıcı bir işareti bildiren olumsuz herhangi bir bilgiyi göremeyebilirler.

2. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, başkalarının sahip olmadığı özel bilgi birikimine sahip olduklarına inanarak aşırı alım-satım yapabilirler. Aşırı alım-satım davranışının zaman içinde düşük getirisi olduğu kanıtlanmıştır.

3. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, tarihsel yatırım performansı istatistiklerini ya bilmedikleri, anlamadıkları ya da önemsemedikleri için, zarar risklerini küçümseyebilirler. Sonuç olarak, zayıf portföy performansına maruz kalabilirler.

4. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, daha az çeşitlilikte portföy alırlar, dolayısıyla risk toleransı bakımından orantılı dağıtım olmaksızın daha fazla risk üstlenirler. Çoğu zaman, söz konusu yatırımcılar normalde tolere edebileceklerinden daha fazla risk kabul ettiklerinin farkında bile olmazlar.

### 3.2.1.2. Temsiliyet Eğilimi

Temsiliyet eğilimi; yatırımcıların yargıya varırken en son en fazla göze çarpan ve olağan dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesiyle dağılım popülasyonunun istatistiki özelliklerini göz ardı etme eğilimidir<sup>222</sup>. Böylece yatırımcılar genellikle, bir işletmenin geçmişteki olumlu performansının gelecekte de devam edeceğine inanırlar. Temsiliyet eğiliminden kaynaklanan bu inanç yatırımcılarda aykırı olan bilgilerin reddedilmesine neden olmaktadır. Oysa iyi işletmelerin sonsuza kadar iyi işletmeler, kötü işletmelerinde sonsuza kadar kötü işletmeler olarak kalması mümkün değildir<sup>223</sup>. Aynı zamanda yatırımcılar bir fonun gelecek performansı üzerinde tahminde

<sup>220</sup> Döm, Age, s. 61-65.

<sup>221</sup> Pompain, Age, s. 54.

<sup>222</sup> Numan Ülkü, "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı", *İMKB Dergisi*, V (17), 2001, s. 106.

<sup>223</sup> Serpil Döm, *Yatırımcı Psikolojisi*, 8. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul 2004, s. 50.

bulunurken, geçmiş bir kaç yılın geleceği temsil edeceği düşüncesine kapılmakta ve buna göre yatırımlarını şekillendirmektedirler.

Tversky ve Kahneman'nın 1974 çalışmasına göre; temsiliyet eğilimine sahip olan bir kişi, kesin olmayan bir olayla ilgili olasılıkları ya da örnekleme, kesinmiş gibi algılar ve yine aynı olay kendi sahip olduğu tecrübelerle örtüşüyorsa, söz konusu olasılığı çok fazla önemser ve kendisinin profesyonel davranış gösterdiği inancına kapılır. Yani söz konusu eğilim, yatırımcıların, yeni bilgiyi aşırı değerlemesine ve düşük istatistiki sonuçları olduğundan fazla önemsemesine neden olur<sup>224</sup>.

Temsiliyet eğilimini detaylı bir şekilde inceleyen Tversky ve Kahneman bu eğilimin önemli bir göstergesi olarak insanların tercihlerini tamamen rassal olarak seçmekte olduklarını göstermektedirler. Temsiliyet eğilimi aşırı tepki anomalisi içinde bir kanıt niteliğindedir. Eğer bir işletme uzun yıllar kazançlarındaki büyümeyle ilgili tutarlı bir yol izliyorsa, işletme yönetimi ve ürünleri ile ilgili göze çarpan olayların etkisiyle, firmanın geçmişini de göz önünde bulunduran yatırımcılar, firmanın büyüme potansiyeli ile ilgili temsiliyet eğilimi gösterebilirler. Bu eğilim birkaç işletmeye ilişkin olumlu bilginin genellenmesine neden olur ve yatırımcıların olması gerekenden farklı davranmasına yol açar. Sonuç olarak, temsiliyet eğilimine sahip yatırımcıların, belirli bir dönemde büyüme grafiği çizen işletmelerin kendini yenileyememesi (tekrarlayamaması) olgusunu fark etmemesine (görememesine) yol açar ve kazanç tahminlerinin başarısızlıkla sonuçlanmasına ve aşırı tepki anomalisine neden olur<sup>225</sup>.

Griffin ve Tversky (1992) çalışmalarında; muhafazakârlık eğilimi ile temsiliyet eğilimini uzlaştırmışlardır. Bu çalışmaya göre, kişiler inançlarını yeni kanıtların güçlülüğüne ve ağırlığına göre yeniden yapılandırır. Burada güçlükten kastedilen, kanıtların dikkat çekici olması ve tutarlılığı, ağırlığından kastedilen ise, örneklem büyüklüğü gibi istatistiki bilgilerdir. Griffin ve Tversky'ye göre insanlar, tahminlerinin sürekli tekrar etmesi sonucu, rasyonel Bayesyen teoremi ile de ilişkili olarak, kanıtların güçlülüğüne çok fazla, bilgisel ağırlığına ise çok az odaklanırlar. Yine Griffin ve Tversky'ye göre, Edwards'ın bulguları doğrultusunda muhafazakârlık eğilimi, yatırımcıların piyasadaki bilgiye yüksek ağırlık vermesi ve düşük güçlükte görmesi sonucu ortaya çıkar. İnsanlar düşük güce karşı ilgisizdirler, buna karşın kanıtlara karşı ise ağırlıkça daha yüksek tepki verilmesi beklenirken ılımlı tepki sergilerler. Diğer

<sup>224</sup> Nicholas Barberis, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, (49), 1998. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 431.

<sup>225</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 431-432.

tarafından kanıtlar, yüksek güç, düşük ağırlıkta olduğu zamanlarda, aşırı tepki, temsiliyet eğilimi ile tutarlı bir davranış gösterir. Yani temsiliyet eğilimi mevcut güçlüklerle ilgili dikkat çekici kanıtlar olduğunda, göreceli olarak düşük ağırlıklı olsa bile aşırı tepki yönünde bir davranış sergilerler<sup>226</sup>.

Temsiliyet eğilimi, yatırımcıların iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın, bu hisseleri seçmesi fikrine dayanmaktadır. Favori olmayan hisseler kötü şirketlerle ilişkilendirilmekte ve çoğu zaman toplam getiri fırsatları ne olursa olsun, yatırım yapılması düşünülmemektedir. Yatırımcılar “iyi bir hisse, iyi bir şirketin çıkardığı hissedir” ihtimalini abartma eğiliminde bulunmaktadır. Temsiliyet eğilimi, iyi şirketlerin hisselerinin tercih edilmesine yol açmakta ve sonucunda da bu hisseler yüksek ödemeler yapılmakta ve gerçekte daha büyük toplam getiri potansiyeli olabilen kötü olarak algılanan şirketlerin hisselerinden de kaçınılmaktadır. Aynı zamanda temsiliyet eğilimi yatırımcıların piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmasını engellediği ve dolayısıyla kayıplara neden olduğu öne sürülmektedir<sup>227</sup>.

Temsiliyet eğiliminin zararlı etkileri aşağıdaki şekilde özetlenebilir<sup>228</sup>;

Yatırımcılar için örnek büyüklüğü ihtimalinin zararlı etkilerinin örnekleri;

1. Yatırımcılar, bir yatırım uzmanının geçmiş performansını tahlil ederken önemli finansal hatalar yapabilirler. Yatırımcılar geçmiş birkaç çeyreklik dönemi veya yılı inceleyerek -ki bu istatistiki olarak yetersizdir- karar verirler. Oysa fonun performansı, kaynağın iyi dağıtımı ve/veya menkul değer seçiminin sonucudur.

2. Yatırımcılar, borsa analistlerinin geçmiş performanslarını incelediklerinde benzer hataları yaparlar. Örneğin, bir analistin son birkaç tavsiyesinin başarısına bakarak bu sınırlı veri örneği temelinde analistin yeteneğini hatalı bir biçimde değerlendirirler.

Yatırımcılar için temel oranları ihmal etmenin zararlı etkilerinin örnekleri;

1. A Şirketinin (ABC, çeşitli ticari güçlükler yaşayan 75 yıllık çelik imalatçısı bir firmadır) C Grubundan (faaliyetine son veren şirketler) ziyade B Grubuna (büyük ihtimalle geri kazanılacak değerli hisse senetleri) ait olması ihtimali nedir? Bu soruyu yanıtlarken, yatırımcıların büyük çoğunluğu A'nın, B veya C'yi temsil etme derecesine göre değerlendirmeye çalışacaklardır. Bu durumda, bazı çelik şirketlerinin yakın

<sup>226</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 432.

<sup>227</sup> Nofsinger, Age, s. 114.

<sup>228</sup> Pompain, Age, s. 67.



zamanda iflas ettiğini gösteren bazı manşetler ABC Çelik firmasının daha çok C Grubunu temsil ettiği gibi görünmesini sağlar ve bazı yatırımcılar hisse senetlerini satmanın en doğru şey olduğuna karar verirler. Bununla birlikte, faaliyetine son verenlerden çok daha fazla çelik şirketinin faaliyetini sürdürdüğünü gösteren temel oranlarının gerçekliğini göz ardı ederler.

2. AAA- değerli A Belediye Tahvilinin (“şehir içi” ve ırsal açıdan bölünmüş bir il tarafından ihraç edilen) C Grubundan (güvenli belediye tahvilleri) ziyade B Grubuna (riskli belediye tahvilleri) ait olması olasılığı nedir? Bu soruyu yanıtlarken, yine yatırımcıların büyük çoğunluğu A’nın B veya C’yi temsil etme derecesini değerlendirmeye çalışacaklardır. Bu durumda, A Tahvilinin özelliği itibariyle, ilin “güvensiz” itibarından dolayı A Grubunun (riskli tahviller) temsilcisi gibi görünebilir. Fakat bu sonuç, AAA tahvillerinin temerrüt oranının, tarihsel olarak, aslında sıfır olduğunu gösteren temel oranlar olgusunu göz ardı eder.

### 3.2.1.3. Bağlanma (Saplanma) ve Düzeltme Eğilimi

Çoğu zaman insanlar başlangıç bir değerden yola çıkarak ve bu değer üzerinde düzeltme yaparak nihai sonuca ulaşmaktadırlar. Belirli bir başlangıç noktası ya da başlama değeri problemin formülasyonunu şekillendirmekte ya da kısmi hesaplara dayanmaktadır. Fakat her iki durumda da yapılan düzeltmeler eksik ve yetersiz kalmaktadır<sup>229</sup>.

Bağlanma ve düzeltme eğilimi; insanları sezgisel olasılıklar yoluyla etkisi altına alan bir psikolojik eğilimdir. Yatırımcılar bu eğilimin farkında olarak satın alma noktasından –veya nadiren fiyat seviyesi ya da fiyat endeksinden- sıkça etkilenmektedirler. Aynı zamanda yatırımcılar “Bu menkul kıymeti almalı mı yoksa satmalı mıyım?” veya “Piyasa şu anda aşırı ya da düşük değerlendirilmiş midir?” gibi sorularla karşılaştıklarında satın alma noktasına sıkıca bağlanma eğilimindedirler. Bu durum özellikle menkul kıymetle ilgili daha karmaşık bir durum söz konusuysa yeni bir bilgi piyasaya ulaştığında doğrudur. Rasyonel yatırımcılar objektif bir şekilde yeni bilgiye tepki verirler ve satın alma fiyatının ve hedef fiyatın üstünde alım yapmazlar. Bununla birlikte bağlanma ve düzeltme eğilimi yatırımcıların temel olarak bir çarpıklık -yanlış fiyatlama gibi- durumunda yeni bilgiyi algıladıklarını vurgular. Böylece karar verme neoklasik bir şekilde öngörülen rasyonel normlardan ayrılır<sup>230</sup>.

<sup>229</sup> Amos Tversky ve Daniel Kahneman, “Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, CLXXXV (4157), 1974, s. 1138.

<sup>230</sup> Pompain, Age, s. 76.

Bağlanma ve düzeltme eğilimleri yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>231</sup>;

1. Yatırımcılar mevcut seviyelere çok yakın genel piyasa tahmini yapmaya eğilimlidirler. Örneğin Dow Jones Endüstriyel Ortalama (DJIA) endeksi 10.500 seviyesinde iken, yatırımcılar muhtemelen tarihsel dalgalanmanın gösterdiğinden daha dar bir çerçevede endeks tahmininde bulunurlar. Örneğin, bağlanma eğilimine maruz bir yatırımcı, tarihsel standart sapma (rasyonel) analizlerine karşın, DJIA yılsonu endeksini 10.000 ile 11.000 arasında olacağını tahmin eder.

2. Yatırımcılar (ve mali analiz uzmanları), bir şirket hakkında yeni bir bilgi aldıklarında, ilk tahminlerine çok yakın bir tahminde bulunmaya eğilimlidirler. Örneğin, bir yatırımcı ertesi yılın kârını hisse başına 2 TL olarak tahmin etmede karar kılırsa ve daha sonra bu hedefini gerçekleştirmekte bocalarsa, yatırımcı 2 TL rakamına *saplanmış* olduğu için değişimi yansıtacak yeterlilikte bir düzenleme yapamayabilir. Bu durum sadece aşağıya doğru ayarlamalarla sınırlı değildir, aynı durum yukarı doğru sürprizler yaşandığında da meydana gelir.

3. Yatırımcılar, belirli bir varlık grubunun mevcut getiri seviyesine bağlı olarak yükselme veya düşme göstereceğini düşünerek yüzdesel bir tahminde bulunma eğilimi gösterirler. Örneğin, DJIA geçen yıl yüzde 10 getiri sağladıysa, yatırımcı, gelecek yıl için tahminde bulunurken bu rakama bağımlı kalır.

4. Yatırımcılar, belirli bazı ülke veya şirketlerin ekonomik durumlarına bağımlı kalabilirler. Örneğin, 1980'lerde, Japonya ekonomik güç merkeziydi ve birçok yatırımcı bu durumun on yıllarca süreceğine inanıyordu. Maalesef, her nedense, 1980'lerden sonra Japonya yıllarca durgunluk yaşadı. Aynı şekilde, IBM on yıllarca en önde gelen hisse senedi idi ve bazı yatırımcılar, IBM'in daima önder olacağı düşüncesine saplanmışlardı. Maalesef, bazı nedenlerden dolayı, IBM artık en önde gelen hisse senedi değildir.

#### **3.3.1.4. Bilişsel Çelişki Eğilimi**

Kişinin hafızasında yer eden önemli bir husus, kendisi ile ilgili olumlu imaj ve daha önce vermiş olduğu kararlardır. Kişi kendisini zeki, almış olduğu kararları da başarılı olarak görür. Öyle olmadığını gösteren kanıtlar, zihninde rahatsızlık uyandırır. Kendi imajı, düşünceleri ve kararları ile çelişen bilgileri görmezden gelme, kabul

<sup>231</sup> Pompain, Age, s. 78.

etmeme veya minimize etme yoluna gider. Bu durum bilişsel çelişki olarak isimlendirilmektedir<sup>232</sup>.

Yaşanmış sayısız örneğinin yanı sıra “laboratuar koşulları”nda da incelenmiş olan bağlanma tuzağının örneklerinden birine bakalım: Bir grup denekten bir firmanın mali işlerinden sorumlu genel müdür yardımcısı olarak herhangi bir departman için araştırma-geliştirme amaçlı yatırım yapmaları isteniyor. Bir yatırım simülasyonu olarak düşünülebilecek bu deneyde, deneklerin bir kısmına üç yıl sonra yatırımlarının çok başarılı sonuç verdiği, diğer bir kısmına da başarısız olduğu söyleniyor ve aynı departman için ikinci bir yatırım kararı almaları isteniyor. Bir diğer gruba da firmanın önceki genel müdür yardımcısının bir departmanın ar-ge faaliyetleri için üç yıl önce böyle bir yatırım kararı aldığı, sonucun da bir kısım için başarılı, diğer bir kısım için de başarısız olduğu ve aynı departman için karar verme sırasının kendilerinde olduğu söyleniyor. Yatırımlarının başarısızlıkla sonuçlandığı söylenen grup, yine aynı departman için yatırım kararını devralan gruptan çok daha yüksek bir meblağda yatırım yapıyor. İlk yatırım kararını devralan grup başarı ya da başarısızlığa kayıtsız kalırken, ilk yatırımı bizzat yapanlar kararlarının başarısız sonuçları karşısında kararlarına daha bir inançla bağlanıyorlar. Staw’a göre; bu şekilde dışarıdan bakıldığında anlamsız gibi görünen bu durumun altında yatan iki önemli fenomen var; biri literatürde *bilişsel çelişki* olarak tanımlanan olgu, diğeri ise insanlardaki *kendilerini doğrulama* ihtiyacıdır. Buna göre insanlar bir seçim yapıp da seçimlerine dair olumsuz bir geribildirim aldıklarında, seçimleri ve aldıkları tepkiler uyumsuz hale gelmektedir. Kişi bu uyumsuzluğu gidermek için daha iyiye gitmesi umuduyla seçimlerine daha fazla tutunuyor. Festinger “Bir kere seçim yaptığımızda artık objektifliğimizi kaybetmişsiniz demektir” sözüyle bu durumu çok öz bir şekilde ortaya koymaktadır<sup>233</sup>.

Northcraft ve Wolf, neden seçimlerimize bağlandığımızı, “İnsanlar seçimlerine dair olumsuz geribildirim aldıklarında kendilerini hala akıllı hissetmeye, o seçime tahsis ettikleri kaynağı aslında heba etmedikleri, akıllı bir şekilde değerlendirdiklerini düşünmeye ve ispatlamaya ihtiyaç duyarlar” şeklinde özetlemektedir. Aynı zamanda “Yenilen pehlivan güreşe doymazmış” atasözü belki de bu durumu en güzel özetleyen sözlerden biridir<sup>234</sup>.

<sup>232</sup> James Montier, *Behavioral Finance, Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley&Sons Ltd., New York 2002, s. 3.

<sup>233</sup> Aysun Özen, “Yürekte bağlık: Nereye kadar?”, *Pivolka*, III (14), 2004, s. 15-17. <http://www.elyadal.org/pivolka/14/baglilik.htm>

<sup>234</sup> Özen, Age, s. 15-17.

Bilişsel çelişki eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>235</sup>;

1. Bilişsel çelişki, yatırımcıların, satmaları gerektiği halde, zararına menkul değer pozisyonlarını ellerinde tutmalarına yol açabilir. Çünkü kötü karar verdiklerini kabul etmekten dolayı zihinsel rahatsızlık yaşayacaklardır.

2. Bilişsel çelişki, yatırımcıların, hali hazırda sahip oldukları, değeri düşen (ortalamanın altına düşen) bir hisse senedine yatırım yapmaya devam etmelerine yol açabilir. Yeni yatırımı objektif ve rasyonellikle değerlendirmeksizin söz konusu hisse senedine yatırım yapmak üzere verilen önceki kararı pekiştirmek için yapabilirler. Bu durum *parasını sokağa atmak* şeklindeki bir deyimle ortaya konmaktadır.

3. Bilişsel çelişki, yatırımcıların bir dizi davranışa saplanmalarına yol açabilir; yani yatırımcılar ilk kararlarının aksine çok miktarda bilgiye boğulana ve kararın aksine davranışların içinde boğulana dek daha önce vermiş oldukları kararın aleyhine olan bilgilerden kaçınırlar.

4. Bilişsel çelişki, bir yatırımcının *bu sefer farklı* olduğuna inanmasına yol açabilir. 1990'ların sonunda, aşırı yüksek, aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerini satın alan insanlar, en pahalı hisse senetlerini satın almakla, aşırı kazanç sağlanamayacağını gösteren kanıtları göz ardı ettiler. Gerçekten de, en yüksek yatırımları yapan şirketlerin bir çoğu şimdi değer olarak zirve noktalarının çok altındadırlar.

### 3.2.1.5. Mevcudiyet Eğilimi

İnsanlar, bir olayın gerçekleşme ihtimali veya sıklığı hususunda karar verirken konuyla ilgili hafızalarında yer alan bir bilgiden faydalanmaktadırlar. Eğer, böyle bir bilgiye ulaşılammışsa bu olayın olma ihtimali veya sıklığı düşük değerlendirilirken, bu hususta bir bilgiye kolayca ulaşılmışsa bu olayın olma ihtimali veya sıklığı yüksek değerlendirilmektedir. Tversky ve Kahneman bu olguyu *mevcudiyet eğilimi* olarak adlandırmışlardır<sup>236</sup>.

Psikologlar yargıda bulunurken ve kararlar alırken insanların dikkat çeken, çarpıcı ve çabuk hatırlanabilir bilgiye aşırı ağırlık verdiğini ortaya koymuşlardır. Eğer herhangi bir şey akla çabuk geliyorsa, insanlar onun çok yaygın olduğunu düşünmektedir. Çünkü çok sık gerçekleşen olayların genellikle kavranması ve hatırlanması nadir görülen olaylara kıyasla daha kolay olmakta ve çoğu zaman en uygun

<sup>235</sup> Pompain, Age, s. 88.

<sup>236</sup> Montier, Age, s. 12.

ipucu olarak gözükmektedir. Bununla birlikte, nadir görülen olayların gerçekleşmesi algılanan riski de etkilemektedir<sup>237</sup>.

Tversky ve Kahneman (1973) çalışmalarında insanların bilginin ekstremliğine çok fazla dikkat gösterirken, geçerliliğine aynı özeni göstermediğini ve kaynağına bakmaksızın bilgiye güvenilmekte ve bilginin tahmini değerini dikkate almaksızın güçlü ya da güvenilir sonuçlar çıkarılmakta olduğunu ifade etmektedirler. Mevcudiyet eğiliminde, kolaylıkla hatırlanan şeylerin daha yaygın olduğu düşünülmektedir. Bilginin doğru, tamamen güvenilir olup olmaması, güncelliğini koruması ya da kaybetmiş olması çok az dikkate alınmaktadır. İnsanlar mevcut inançlarını destekleyen bilgiye aşırı ağırlık vermekte ve kendi inançlarını destekleyen bilgiyi toplama ve desteklemeyenleri de çıkarma eğiliminde olmaktadır. Bunun yanında, insanlar geçmişteki pozitif sonuçlara katkılarını abartma eğiliminde olarak kendi başarılarına ilişkin bilgiyi, başarısızlıklarına ilişkin bilgiye oranla daha çabuk hatırlamaktadırlar. Bu eğilim belirsizliğin hakim olduğu piyasalarda da görülmektedir<sup>238</sup>.

Mevcudiyet eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>239</sup>;

1. Telafi edilebilirlik; Yatırımcılar kendilerine gelen bilgiler (reklam, danışmanların tavsiyeleri, arkadaşlar vb.) temelinde yatırımlarını seçecek ve seçilen yatırımın iyi bir yatırım olduğunu doğrulayacak disiplinli araştırmaya ilgi göstermeyecek veya gereken titizliği göstermeyeceklerdir.

2. Sınıflandırma; Yatırımcılar, kendi hafızalarında bulunan kategorik listeler temelinde yatırımlarını seçeceklerdir. Diğer kategorileri kolaylıkla hatırlayamayacaklar dolayısıyla dikkate almayacaklardır. Örneğin, ABD’li yatırımcılar, potansiyel kazançlı yatırım fırsatlarını sunan ülkeleri göz ardı edebilirler. Çünkü söz konusu ülkeler, yatırımcılar tarafından kolayca hatırlanmayacaktır.

3. Deneyim aralığında darlık; Yatırımcılar, kendi dar deneyimleri çerçevesinde yatırımlarını seçeceklerdir. Örneğin, kendilerinin çalıştıkları sektörler, yaşadıkları bölge ve ilişkide oldukları insanları tercih edeceklerdir. Örneğin, teknoloji endüstrisinde çalışan yatırımcılar, yalnızca teknoloji yatırımlarının kazançlı olabileceğine inanabilirler.

<sup>237</sup> Döm, Age, s. 46.

<sup>238</sup> Döm, Age, s. 48.

<sup>239</sup> Pompain, Age, s. 99.

4. Yankılaşım (Resonance); Yatırımcılar, kendi kişiliklerine yakın gördükleri veya kendi davranışlarıyla ilişkilendirebilecekleri yatırımları tercih edeceklerdir. Karşı görüşe sahip yatırımcılar, potansiyel iyi yatırımları göz ardı ederler. Çünkü söz konusu yatırımların özellikleriyle ilişki içine giremezler veya kendi kişilikleriyle bağdaştıramazlar. Örneğin tutumlu insanlar pahalı hisse senetleriyle (yüksek fiyat/kazanç oranlı hisseler) ilgilenmezler ve muhtemelen bu hisseleri edinmekten elde edeceği kazançtan mahrum kalırlar.

### 3.2.1.6. Kendine Atfetme Eğilimi

İnsanların başarılarını yetenekleri ve ileri görüşlülükleri gibi doğuştan getirdikleri bir takım etkenlere atfetme, başarısızlıklarını ise genellikle kötü şans gibi dışsal etkenlere atfetme eğilimi *kendine atfetme eğilimi* olarak tanımlanır. Öğrenciler başarılı bir sınav geçirdiklerinde bu durumun kendi zekalarının ve çalışma tutumlarının bir sonucu olduğuna inanırlarken, başarısızlık durumunu ise yanlış eğitimlerine atfetmektedirler. Benzer olarak, atletler bir oyunu kazandıklarında bunu üstün atletik yeteneklerine atfederken, kaybettikleri bir oyunu ise olumsuz koşullara atfetme eğilimindedirler<sup>240</sup>.

Kendine atfetme eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>241</sup>;

1. Kendine atfetme eğilimi gösteren yatırımcılar, bir süre (üç ay veya bir yıl gibi) başarılı yatırımlar yaptıktan sonra, başarılarını, kendilerinin kontrolü dışındaki faktörlerden ziyade yatırımcı olarak kendi yeteneklerine bağlı olduğuna inanırlar. Yatırımcılar davranışlarında kendilerine aşırı güvenir hale geldiği için söz konusu davranış aşırı derecede risk alınmasına yol açabilir.

2. Kendine atfetme eğilimi, genellikle yatırımcıların ihtiyatlı davranmaktansa aşırı derecede alım-satım yapmalarına yol açar. Yatırımcılar, başarılı yatırımın (ticaretin) şansa karşı yeteneğe bağlı olduğuna inandıkları için aşırı derecede alım-satım yapmaya başlarlar. Söz konusu durumun *servete zararlı* olduğu ortaya çıkmıştır.

3. Kendine atfetme eğilimi, yatırımcıların *duymak istediklerini duymalarına* yol açar. Yani yatırımcılar ne zaman ki yatırım yapmak için verdikleri kararı pekiştiren bir bilgi alsalar, kendilerine bir *dahi* nazarıyla bakarlar. Bu durum, yatırımcıların,

<sup>240</sup> Pompain, Age, s. 104.

<sup>241</sup> Pompain, Age, s. 107.

yapmaması gerektiği halde, satın alım yapmalarına veya yatırım yapmalarına yol açabilir.

4. Kendine atfetme eğilimi, yatırımcıların, özellikle de bir şirketin performansındaki başarıyı kendi yeteneklerine bağlayan şirket yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri gibi yatırımcıların yeterince çeşitlendirilmemiş portföyleri satın almasına yol açabilir. Bir hisse senedinin performansı çoğunlukla bir bireyin yeteneğine bağlı değildir; şans gibi pek çok faktöre bağlıdır. Dolayısıyla, yoğun bir hisse senedi pozisyonu tutmak kendine atfetme eğilimiyle ilişkili olabilir ve bundan kaçınılmalıdır.

### 3.2.1.7. Kontrol Yanılsaması Eğilimi

Kontrol yanılsaması eğilimi; insanların gerçekte yapamadıkları halde sonuçları kontrol etme veya en azından etkileyebildiklerine inanma eğiliminde olduklarını ifade eder. Kumarhanelerde bu psikolojik yanlış düşüncenin bir çok şekli görülebilir. Bazı kumarhane patronları atılan zar sonuçları gibi rasgele ortaya çıkan sonuçları etkileyebileceklerine yemin bile edebilirler<sup>242</sup>.

Kontrol Yanılsaması eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>243</sup>;

1. Kontrol yanılsaması eğilimi, yatırımcıların, ihtiyatlı olmaksızın aşırı derecede alım-satım yapmalarına yol açabilir. Araştırmacılar, tacirlerin özellikle de online tacirlerin, gerçekte olduğundan daha fazla yatırımlarının sonuçları üzerinde kontrol sahibi olduklarına inandıklarını ortaya koymuştur. Aşırı alım-satım, sonunda gelirlerin düşmesiyle sonuçlanır.

2. Kontrol yanılsaması, yatırımcıların yeterince çeşitlendirilmemiş portföyleri elde tutmalarına yol açabilir.

3. Kontrol yanılsaması eğilimi yatırımcıların, yatırımlarını kontrol altında tutma gibi yanlış bir duyguyu yaşamak amacıyla, sınırlı emri veya benzeri diğer teknikleri kullanmasına yol açabilir. Gerçekte ise bu mekanizmaların kullanılması çoğu kez fırsatların gözden kaçırılmasına veya daha da kötüsü, keyfi fiyatların ortaya çıkmasına dayalı olarak zarar verici, gereksiz bir satın almaya yol açabilir.

4. Kontrol yanılsaması eğilimi, genel olarak, yatırımcının kendine aşırı güven duymasına katkı sağlar.

<sup>242</sup> Pompain, Age, s. 111.

<sup>243</sup> Pompain, Age, s. 115.

### 3.2.1.8. Muhafazakârlık Eğilimi

Muhafazakârlık eğilimi Edwards'ında (1968) içinde bulunduğu bazı psikologlar tarafından tanımlanmıştır. Muhafazakârlık eğilimi; bireylerin yeni kanıtlarla karşılaştıklarında inançlarını değiştirmede yavaş davrandıklarını ifade eder<sup>244</sup>. Bu eğilime göre, insanlar değişikliklere karşı ya direnç göstermektedirler veya değişime yavaş uyum sağlamaktadırlar. Yani, insanlar normal olarak kabul ettikleri durumlarda kendilerini güvende hissetmektedirler<sup>245</sup>. Edwards bir kişinin yeni bir kanıtı karşı olan tepkisini rasyonel Bayesyen varsayımlarla, iyi tanımlanmış normatif değerlerine dayalı kanıtlardan oluşan deneylerle karşılaştırmıştır. Deneylerinde, bireyler doğru karar konusunda en son karşı karşıya oldukları bilgi karşısında mevcut fikirlerini gözden geçirmekte, fakat bu gözden geçirme (değişim), büyüklük açısından Bayesyen kıyaslamaya göre çok küçük kalmaktadır. Literatüre ilişkin elde edilen bu bulgular objektif ve yeni kanıtlar olması nedeni ile daha gerçekçi kabul edilebilir. Edwards'a göre, insanlarda fikir değişimi bir sıra ile gerçekleşmektedir. Bu sırada genel itibari ile Bayes teoreminde hesaplanan sayılarla (sıra) orantılı olmakla birlikte, büyüklük açısından aynı değildir. Muhafazakâr yatırımcılar yaklaşık olarak iki ile beş arasında değişen sayıda yeni bilgi karşısında var olan mevcut fikrini değiştirirler<sup>246</sup>.

Muhafazakârlık eğilimi, yukarıda tanımlandığı şekliyle yatırımcıların düşünce tepki anomalisi göstermesinin iyi bir açıklayıcısıdır. Bireylerin sahip olduğu muhafazakâr inançlar, kazanç duyuruları gibi duyurulara ilgi göstermemelerine, bu duyuruların geçici olduğuna ve hala sahip oldukları eski bilginin doğru olduğuna inanmaları ve eski bilgilerine sıkı sıkıya bağlanmalarına neden olmaktadır. Yatırımcılar bu yargı hatası nedeni ile, daha önceki vermiş oldukları kararın yanlış olduğu fikrini kabullenmek istemezler. Yani başarısızlığı kabul etmeme eğilimindedirler. Muhafazakâr yatırımcılar özellikle de yatırım kararları ile ilgili ve yararlı istatistiksel kanıtları, yatırım ile ilgili öncelikleri belirlerken, yararsız bilgilere nazaran daha az önemserler. Böylelikle muhafazakâr yatırımcılar kendi öncelikli bilgilerine aşırı güven gösterirler<sup>247</sup>.

<sup>244</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 430.

<sup>245</sup> Berna Taner ve G. Cenk Akkaya, "Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı", *Muhasebe ve Finans Dergisi*, (27), 2005, s. 50.

<sup>246</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 430-431.

<sup>247</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 431.



Muhafazakârlık eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>248</sup>;

1. Muhafazakârlık eğilimi, yatırımcıların bir görüşe ya da tahmine sımsıkı sahiplenmelerine yol açabilir. Böylelikle yatırımcılar yeni bir bilgi aldıklarında bu yeni bilgiyi çok kabullenmek istemezler. Örneğin, varsayalım ki, bir yatırımcı, şirketin yeni bir ürüne ilişkin yapmayı planladığı açıklamaya dayanarak bir hisse senedi satın alıyor. Şirket daha sonra ürünün piyasaya sürülmesinin sorunlara yol açtığını açıklıyor. Yatırımcı, şirket tarafından yansıtılan ilk olumlu gelişmeye -olası iyimser izlenime-sımsıkı bağlı kalır ve olumsuz açıklamaya karşı tedbir alamayabilir.

2. Muhafazakâr eğilimli yatırımcılar yeni bilgilere karşı harekete geçseler bile bunu genellikle yavaş gerçekleştirmektedirler. Örneğin, kazanç duyuları, yatırımcının aldığı bir hisse senedinin değerini düşürüyorsa, muhafazakâr yatırımcı söz konusu hisse senedini satmakta yavaş davranabilir. Örneğin, şirketin önceden sahip olduğu olumlu bakışlar uzun süre terk edilemeyebilir ve çok fazla etki yaratabilir. Bu durum muhafazakâr bir tutum sergileyen yatırımcının ancak gereğinden fazla para kaybettikten sonra hisseyi elden çıkarmasına yol açar.

3. Muhafazakârlık yeni bilginin işlenmesinde önemli zorluklar yaşanmasına neden olmaktadır. İnsanlar karmaşık bilgilerle karşı karşıya kaldığında zihinsel baskı yaşadıkları için, eski düşünceye bağlı kalmak kolay bir seçenek olmaktadır. Örneğin, bir yatırımcı, şirketin büyüme eğilimi gösterdiği düşüncesine dayanarak bir hisse senedi satın alırsa ve daha sonra şirket büyümesini etkileyecek muhasebe değişikliklerini değerlendirmede çeşitli güçlükler yaşadığını bildirirse, yatırımcı bu beyanı anlamaya çalışmaktansa, dikkate almayabilir. Daha önceden sahip olunan şirketin büyüme eğilimi gösterdiği görüşü, daha anlaşılır dolayısıyla daha kolay görülür.

### 3.2.1.9. Belirsizlikten Kaçma Eğilimi

Daniel Ellsberg, 1961 yılında yayınladığı bir araştırma yazısında *belirsizlikten kaçma* olarak adlandırdığı bir olguyu tanımlamıştır. Belirsizlikten kaçma, insanların bilinmeyen olasılıklardan çok, bilinen olasılıklara dayalı riskler almayı tercih ettikleri anlamına gelmektedir. Bir başka ifadeyle, bilgi önemlidir. Örneğin Ellsberg çeşitli gruplardan, her birinin içinde 100'er top bulunan iki ayrı kavanozdan kırmızı ya da siyah birer top çekme olasılığı üzerine bahse girmelerini istemiştir. Birinci kavanozda iki renkten de 50'er top varken, ikinci kavanozdaki dağılım bilinmemektedir. Farklı bir

<sup>248</sup> Pompain, Age, s. 123.

dağılım için bir temel bulunmamasına karşın, deneklerin büyük çoğunluğu ikinci kavanozdan top çekmeyi ve bahse girmeyi tercih etmiştir<sup>249</sup>.

Tversky ve Craig Fox, belirsizlikten kaçmayı daha derin araştırmışlar ve konunun Ellsberg'in öne sürdüğünden daha karmaşık olduğunu görmüşlerdir. İnsanların belirsiz olasılıklar yerine açık olasılıkları tercih etmesinin her durumda mı, yoksa yalnızca şans oyunlarında mı ortaya çıktığını anlayabilmek için bir dizi deney tasarlamışlardır. Yanıt oldukça kesin ve açıktır; insanlar, kendilerini özellikle yetkin veya bilgili hissettikleri durumlarda belirsiz kanaatler üzerinde bahse girmekte, aksi durumlarda da işi sansa bırakmaktadır<sup>250</sup>.

Belirsizlikten kaçma eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>251</sup>;

1. Belirsizlikten kaçma, yatırımcıların, belirli varlıklara yatırım yaparken algılanan riskler için daha yüksek bedel talep etmelerine yol açabilir. Bu yüzden yatırımcılar, belirli varlıkların uzun süre elde tutulmasına, satın alma gücü kaybına ve diğer sonuçlara neden olabilen ihtiyatlı bir yatırım politikası izleyebilirler.

2. Belirsizlikten kaçma, yatırımcıları kendi ulusal endeksleriyle (örneğin, İMKB) sınırlandırabilir. Çünkü yatırımcılar bu endeksler hakkında yabancı endekslere nispeten daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durum özellikle borsa yatırım fonlarındaki artışta önemli rol oynar. Söz konusu fonlar Türk yatırımcılara, Amerikan, Çin ve Güney Afrika gibi aşına olunmayan alanlarda yatırım yapma olanağı sunmaktadır. Aynı şekilde, belirsizlikten kaçış, yatırımcıların, coğrafik olarak kendilerine yakın şirketlere ayrıcalık tanımalarına ve uzakta olan şirketleri ise görmezden gelmelerine yol açabilir. Belirli ulusal endekslerle veya firmalarla sınırlı kalmak, çeşitlendirme seçeneğini sınırlandırır ve yatırımcıyı yurt dışı kazanç sağlamaktan alıkoyar.

3. Belirsizlikten kaçma, yatırımcıların, kendi işverenlerinin hisselerinin diğer şirketlerin hisselerinden daha güvenli olduğuna inanmasına yol açabilir. Çünkü onlara göre diğer şirketlerdeki yatırımlar belirsizdir. Enron, WorldCom ve diğer krizler, tek şirketin hisse senetlerine yoğun bir şekilde yatırım yapmanın riskli olduğunu açıkça ortaya koymuştur.

4. Belirsizlikten kaçmanın tek benzersiz yönü *yeterli olma* etkisidir. Bu özellik sayesinde, belirsizlik ihtimalini dağıtmakla karşı karşıya kalan yatırımcıların,

<sup>249</sup> William Bernstein, *Yatırımın Dört Temel Taşı*, Scala Yayıncılık, Birinci Basım, İstanbul 2005, s. 315.

<sup>250</sup> Bernstein, *Age*, s. 316.

<sup>251</sup> Pompain, *Age*, s. 134.

belirsizlikten kaçışa bağlı olarak ihtiyatlı davranmaları beklenebilir. Bununla birlikte, bazı ilgilenilen ülkelerdeki (örneğin, yabancı hisse senetleri, küçük şirket hisse senetleri vb.) yeterliliklerini değerlendiren söz konusu yatırımcılar gerçekte almaları gerektiğinden daha fazla risk üstlenirler.

### 3.2.1.10. Zihinsel Muhasebe Eğilimi

Zihinsel muhasebe; alım satım işlemleri, yatırımlar, şansa bağlı işe girişmeler vb. işlemlerde bireylerin finansal sonuçları değerlemek ve kodlamak için kullandıkları zımni metodları ifade eder<sup>252</sup>. Şirketlerin nakit akışını izlediği, tasnif ettiği, sınıflandırma yaptıkları bir muhasebe sistemleri olduğu gibi, insanların zihinsel bir muhasebe sistemi vardır. İnsanlar her bir kararını ve sonucunu ayrı bir zihinsel hesapta izlemektedir. Her hesap alınan bir kararın maliyetini ve faydasını içermektedir<sup>253</sup>.

Bireylerde zihinsel muhasebe kavramının tanımlanmasında, zihinsel muhasebe kavramının işletmelerin muhasebe sistemleri ile kıyaslanması faydalı olmaktadır. Muhasebe, işletmelerin yaptıkları işlemlerin kaydedilmesi, özetlenmesi, sonuçların analiz edilmesi, raporlanması ve denetlenmesini kapsayan bir sistemdir. Benzer biçimde, bireyler de yaptıkları işlemlerin ve finansal olayların kayıtlarını tutmak, analiz etmek ve sonuçları raporlamak ihtiyacı hissederler. Bu ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla zihinsel muhasebe sistemini kullanırlar. İşletmelerin muhasebe sistemlerinin işleyişini düzenleyen pek çok kural ve gelenek mevcuttur. Ancak zihinsel muhasebe için bu biçimde bir gelenek veya kural bulmak mümkün değildir. Zihinsel muhasebe sisteminin işleyişi, ancak bireylerin davranışları gözlemlenerek anlaşılabilir. Bireylerin davranışlarına ilişkin söz konusu gözlemler sonucunda zihinsel muhasebenin üç temel bileşeni ortaya konulmuştur<sup>254</sup>:

1. Zihinsel muhasebenin birinci unsuru, arasında karar verilecek alternatiflerin nasıl algılandığına, tecrübe edildiğine, kararların nasıl alındığına ve akabinde alınan kararların nasıl değerlendirildiğine yöneliktir. Muhasebe sistemi, fayda-maliyet analizlerine yönelik olarak geçmiş ve geleceğe dair girdiler sağlar.

2. Zihinsel muhasebenin ikinci unsuru, bireylerin her bir faaliyeti ayrı bir zihinsel hesapta tutmasıdır. Tıpkı gerçek muhasebe sistemlerinde olduğu gibi fon kaynakları ve kullanımları bireyler tarafından ayrı zihinsel hesaplarda izlenirken,

<sup>252</sup> Shlomo Benartzi ve Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle", içinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 203.

<sup>253</sup> Nofsinger, Age, s. 43.

<sup>254</sup> Richard H. Thaler, "Mental Accounting Matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, XII (3), 1999, s. 184.

örneğin harcamalar, giyim, yiyecek, barınma vb. şekilde insan beyninde kategorize edilmekte ve zımnen veya açıkça bütçe sınırlarına tabi tutulmaktadır. Gelirler de giderlere benzer biçimde nakit akışları düzenli veya olağandışı gelirler olarak veya elde bulundurulan nakit, gayrimenkul, emekli geliri vb. birikimler olarak kategorize edilmektedir.

3. Zihinsel muhasebenin üçüncü unsuru, zihinsel hesapların ne kadar sıklıkla değerlendirildiğidir. Zihinsel hesaplar günlük, haftalık, yıllık vb. şekilde kümelenip, dar veya geniş perspektifte tanımlanırlar.

Zihinsel muhasebe eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>255</sup>;

1. Zihinsel muhasebe eğilimi, insanların, yatırımlarının ayrı *guruplar* veya *hesaplarla* ilgili olduğunu düşünmelerine yol açabilir. Söz konusu kategoriler arasında örneğin, okul fonu veya emeklilik parası yer alabilir. Fakat farklı hesaplarla mali amaçlar arasında mütakabiliyetin olduğunu düşünmek, yatırımcıların hesapları dengeleyen veya ilintilendiren pozisyonları göz ardı etmelerine yol açabilir. Bu da portföy performansının optimal olmayan bir şekilde oluşmasına yol açabilir.

2. Zihinsel muhasebe eğilimi, yatırımcıların mantıksız bir biçimde getiriden elde edilen kazançlar ile sermaye kazancı arasında ayırım yapmalarına yol açabilir. Birçok kişi sermaye (yani anapara) miktarlarını koruma ihtiyacı duyar ve kazancı sarf etmeyi tercih eder. Sonuç olarak, bazı yatırımcılar gelir akışlarını takip ederler ve süreç içinde farkında olmadan sermayeyi aşındırırlar. Örneğin, yüksek gelir getiren bir tahvil fonu veya tercihli hisse senedi, yüksek kar getirirse de zaman zaman faiz oranı dalgalanmalarına bağlı olarak sermaye kaybına maruz kalabilir. Zihinsel hesaplama yatırım araçlarını bu şekilde cazibeli hale getirebildiği halde uzun vadede yatırımcıya kazanç sağlamayabilir.

3. Zihinsel muhasebe eğilimi, işveren hisseleri dahil olduğunda, yatırımcıların, varlıklarını farklı şekilde dağıtılmalarına yol açabilir. Araştırmalar, bir seçenek olarak şirket hissesi sunmayan, şirket emeklilik planlarına katılanların özsermaye ile sabit gelir araçları arasında dengeli bir şekilde yatırım yapmaya eğilimli olduklarını göstermektedir. Bununla birlikte, işveren hissesi bir seçenek olduğunda, çalışanlar genellikle, özsermaye ve sabit gelir yatırımları üzerinde eşit dağıtılmış bakiye ile birlikte şirket hissesine bir miktar katkı sağlayabilirler. Şirket hissesi sunulduğunda,

---

<sup>255</sup> Pompain, Age, s. 174-175.

toplam özsermaye dağıtımı çok yüksek olabilir ve bu da söz konusu yatırımcıların portföyünün büyük olasılıkla çeşitlendirilmemiş olmasına yol açar. Bu durum yersiz bir durum oluşturabilir. Çünkü söz konusu yatırımcılar portföylerinde mevcut olan riski tamamen anlayamazlar.

4. Bağlanma (Saplanma) eğiliminde olduğu gibi, zihinsel muhasebe eğilimi de yatırımcıların *ev parası* etkisine bağımlı kalmasına yol açabilir. Burada, servet arttıkça risk alma davranışı da artar. Yatırımcılar, bütün paralarını geri alabilecekleri şeklinde bir davranış sergileyemediklerinden dolayı rasyonel olmayan bu davranışı rasyonel bir davranış gibi sergilerler. Bazı eğilimlerin etkisi altında finansal karar vermek doğal olarak bir portföyü tehlikeye atar.

5. Zihinsel muhasebe eğilimi yatırımcıların, vaktiyle önemli kazançlar sağlamış fakat zamanla değeri düşmüş yatırımları satmaktan çekinmelerine yol açabilir. 1990'larda borsanın yükselmeye devam ettiği sürece, yatırımcılar sağlıklı, gerçekleşmemiş kazançlara alıştılar. Yatırımcıların pek çoğu piyasa düzeltme yaptığında hisselerin net değerlerinde düşüş yaşamışlardı. Fakat onlar küçük kar marjıyla pozisyonlarını satabilecekken satmaktan çekindiler. Bugün hala bu yatırımcıların pek çoğu kazanç durumunda hisselerini satmamaktan pişmandır. Yatırımcıların yapışıp kaldığı bir grup yatırım 1990'lı yıllardaki yükselişi izleyen dönemde neredeyse değersiz hale gelmiştir.

#### 3.2.1.11. Doğrulama Eğilimi

Kişinin, bilişsel çelişki yaşamamak için kendi düşünce ve kararlarını teyit eden bilgilere daha çok ilgi göstermesi, aksi yöndeki bilgileri ise dikkate almaması, doğrulama eğilimi olarak bilinmektedir<sup>256</sup>. Bu eğilim doğrultusunda yatırımcılar orijinal hipotezlerini ve inançlarını destekleyen kanıtları arama eğilimindedirler. İnsanlar güçlü hipotezler oluşturduktan sonra, kendi hipotezlerini destekleyen bilgiye aşırı önem vermekte buna karşın, ilişkili olmayan bilgiye ise olması gerekenden daha az ilgi göstermektedir. Örneğin iki yatırım stratejisinden birinin daha iyi olduğuna ikna olduğunuz zaman, aynı konu ile ilgili daha sonra elde ettiğiniz bilgiye daha az ilgi duyabilirsiniz<sup>257</sup>. Böylece doğru yatırım stratejisi olarak düşünülen bir strateji ile ilgili ısrarcı olunmakta, verilen karardan vazgeçilmek istenmemekte ve piyasaya ulaşan bilgiler yanlış değerlendirilmektedir.

<sup>256</sup> James Montier, *Age*, s. 4.

<sup>257</sup> Matthew Rabin, "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, (36), 1998, s. 26-27.

Doğrulama eğilimi, insanlar üzerinde kendi saygınlığını azaltan bilgiye daha az önem vermelerine ya da reddetmelerine neden olmaktadır. Genel itibari ile yatırımcılar fiyatı düşen -zarar eden- hisse senetlerini satmama eğilimindedirler. Bunun nedeni insanların hata yaptığını kabullenmeme eğilimidir. Dolayısıyla insanlar daha önceki fikirlerini destekleyen bilgilere aşırı önem verecekler, desteklemeyen bilgileri ise değerlendirme dışı bırakabileceklerdir. Bu düşünce insanları, daha önceki bilgilerini destekleme eğilimine yöneltmektedir<sup>258</sup>. Söz konusu bu davranış hisse senedi piyasasının yanlış fiyatlamasına neden olabilmektedir. Örneğin, insanlar bir hissenin gelecek kazançlarına ilişkin olumlu düşüncesini hissenin gelecekteki getirilerine yansıtırsa, söz konusu hisselerin aşırı fiyatlandırılmasına neden olurlar<sup>259</sup>.

Doğrulama eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>260</sup>;

1. Doğrulama eğilimi, yatırımcıların yalnızca yaptıkları yatırımlar hakkındaki inançlarını doğrulayan bilgilere bakmalarına ve inançlarına ters düşen bilgileri göz ardı etmelerine yol açabilir. Söz konusu davranış, yatırımcıların örneğin, bir hissenin yakın zamanda değer kaybetmesiyle ilgili bilgidен yoksun kalmasına yol açabilir.

2. Yatırımcılar, 52 hafta boyunca yüksek değerde olan hisse senetlerinin düşmesinde olduğu gibi önceden belirlenmiş *manzaralara* güçlü bir şekilde inandıklarında, doğrulama eğilimi devrede demektir. Söz konusu yatırımcılar yalnızca kendi inançlarını doğrulayan bilgileri kullanırlar. Bu durumda, 52 hafta boyunca yüksek değerde olan bir yatırımın iyi bir yatırım olmayacağı bilgisini göz ardı edebilirler.

3. Doğrulama eğilimi, çalışanların şirket hisselerine aşırı derecede yoğunlaşmalarına neden olabilir. IBM ve diğer örneklerin gösterdiği gibi, bir şirketin beklentileri hakkındaki şirket içi konuşmalar, çalışanların şirket hisselerine olan gelişigüzel güvenini haklı çıkarmaz. İnsanlar doğal olarak çalıştıkları şirketin durumunun daha iyi olacağını ileri süren kanıtları gereğinden fazla dile getirme eğilimlidirler.

4. Doğrulama eğilimi, yatırımcıların yeteri kadar çeşitlendirilmemiş portföyleri ellerinde tutmalarına yol açabilir. Birçok uygulayıcı, belirli hisse senetlerinin -her zaman işveren şirketlerinin değil- müşterilerin aklını çeldiğini gözlemiştir. Yıllar geçtikçe, bu tür bir müşteri dengesiz bir portföy ortaya çıkaran büyük bir pozisyon

<sup>258</sup> Kent Daniel ve Sheridan Titman, "Market Efficiency in an Irrational World", *Financial Analysts Journal*, LV (6) 1999, s. 29.

<sup>259</sup> David Hirshleifer, "Investor Psychology and Asset Pricing", *Journal of Finance*, LVI (4), 2001, s. 9-10.

<sup>260</sup> Pompain, Age, s. 191.

edinmiş olabilir. Söz konusu müşteriler tercih ettikleri yatırımlar hakkında olumsuz herhangi bir şey duymak istemezler; aksine, kararlı bir şekilde pozisyonun başarılı olacağını gösteren kanıtlar ararlar.

### 3.2.1.12. Geçmiş Görüş Eğilimi

Geçmiş görüş eğilimi, insanların hatalı olarak, sonucu doğru bir şekilde tahmin ettiklerini söyleme eğilimidir. Geçmiş görüş eğilimi olarak tanımlanan bu durum, *ben zaten biliyordum* etkisi olarak da tanımlanmaktadır. İnsanlar olaylar gerçekleştiikten sonra *böyle olacağını zaten biliyorduk* ya da *zaten belliydi* şeklinde düşünme eğiliminde olmaktadır. Bir politikacının seçimlerden sonra, seçim hakkındaki yorumunda *zaten belliydi* şeklindeki ifadesi bu eğilimin tipik bir örneğidir<sup>261</sup>. Bu durum daha önce bahsedilen muhafazakârlık eğilimini desteklemektedir.

Baruch Fischhoff (1975) bu eğilimle ilgili olarak yaptığı çalışmasında aşağıdaki bulgulara ulaşmıştır<sup>262</sup>;

- Algılananın gerçekleşme olasılığı arttıkça, sonucun gerçekleşmesine ilişkin raporlamada artmaktadır.
- Sonuca ilişkin bilgi alan insanların büyük bir bölümü algılarının değiştiğinin farkında olmamaktadır.

Geçmiş Görüş Eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>263</sup>;

1. Bir yatırım değer kazandığında, geçmiş görüş eğilimi içindeki yatırımcılar, olumlu gelişmeleri sanki tahmin etmişçesine kendi hafızlarındaki fikirlerle yeniden yorumlarlar. Bu mantık zaman içinde, aşırı risk almayı teşvik edebilir. Çünkü geçmiş görüş eğilimi taşıyan yatırımcılar, sahip olmadıkları halde üstün tahmin yeteneklerine sahip olduklarına inanmaya başlarlar. Teknoloji balonlarının patlaması gerçekleşmekte olan bu eğilime bir örnektir.

2. Geçmiş görüş eğilimli yatırımcılar, eski, doğru olmayan tahminlerini terk etmekte veya zihinden atamakta zorlandıklarında, mahcubiyetlerini azaltmak amacıyla *tarihi yeniden yazarlar*. Bazı açılardan zihinsel uyumsuzluğa benzeyen bu kendi kendini kandırma biçimi, yatırımcıların kendi hatalarından ders çıkarmalarını önler. Söz konusu eğilimin en açık örneği, enerji stoklarının Standard&Poor's 500 gelirlerinin %20'nin

<sup>261</sup> Rabin, Age, s. 30.

<sup>262</sup> Rabin, Age, s. 29-30.

<sup>263</sup> Pompain, Age, s. 202.

üzerinde olduğu ve pek çok yatırımın yükselişe geçtiği 1980'lerde yaşandı. Fakat 1990'lara gelindiğinde, enerji yükselişi düşüşe geçti ve pek çok hissedar para kaybetti. Bu yatırımcıların büyük çoğunluğu geçmiş görüş eğilimi taşıdığından, spekülasyon coşkununun, değerlendirmelerini etkilediğini kabul etmemektedirler.

3. Geçmiş görüş eğilimli yatırımcılar, fonlar zayıf performans gösterdiğinde, yatırım yöneticilerini gereksiz yere suçlarlar. Menkul kıymetler borsalarına dönüp baktığımızda, söz konusu yatırımcıların her gelişmeyi kaçınılmaz olarak algıladıklarını görürüz. Öyleyse, değerli bir yönetici nasıl şaşırması bulunabilir ki? Gerçekte ise, stratejilerini doğru uygulayan üst yöneticiler bile her piyasa dönüşümünde başarılı olamayabilir. Küçük tutarlı fonların yöneticileri 1990'lı yıllarda çokça eleştiri aldılar. Oysa bu insanlar kötü yönetici değillerdi; sadece tarzları o dönemde gözden düşmüştü.

4. Tersine, fonların iyi performans gösterdiği durumda, geçmiş görüş eğilimi, yatırım yöneticilerinin yersizce övülmesine yol açabilir. Geçmiş görüşün açıklığı, yöneticilerin, iyi zamanlama veya iyi şanstı faydalanarak stratejilerini uygulama olanağını engeller. 1990'ların sonunda, agresif bir şekilde büyüyen teknoloji kaynaklarına atfedilen öngörüğü göz önünde bulundurmak gerekir.

### 3.2.1.13. Yenilik Eğilimi

Yenilik eğilimi; insanların yakın ya da uzak geçmişte meydana gelen olay ya da gözlemlerden yakında olanı daha belirgin olarak vurgulamalarına ve hatırlamalarına neden olur<sup>264</sup>.

Yenilik eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>265</sup>;

1. Yenilik eğilimi yatırımcıların, geçerliliğini kabul etmek için son derece küçük tarihsel veri örneklerine dayanarak model çıkarmalarına veya tahminde bulunmalarına yol açabilir. Gelecekteki gelirleri büyük ölçüde yalnızca yakın zamandaki bir örneğe dayanarak tahmin eden yatırımcılar, fiyat zirvelerinde satın alma konusunda zayıf kalırlar. Söz konusu yatırımcılar, yanlış zamanda varlık guruplarını satın almaya eğilim gösterirler ve sonuç olarak kayıplarla yüz yüze gelirler.

2. Yenilik eğilimi, yatırımcıların temel değerleri göz ardı etmesine ve yalnızca yükselişte olan fiyat performansları üzerine yoğunlaşmasına yol açabilir. Bir gelir döngüsü zirveye çıktığında ve son zamanlardaki performans rakamları son derece çekici olduğunda, insan doğası karlılığın süreceği düşüncesine kapılır. Varlık gurupları aşırı

<sup>264</sup> Pompain, Age, s. 216.

<sup>265</sup> Pompain, Age, s. 221.



değerli olabilir veya daha da değerli hale gelir. Değerleme üzerine yoğunlaşmadan yalnızca fiyat performansı üzerine yoğunlaşmakla, yatırımcılar, söz konusu yatırımlar kendi ortalamalarına veya uzun vadeli ortalamalara döndüğünde, parasal kayıp riskine maruz kalırlar.

3. Yenilik eğilimi, yatırımcıların, pek çok piyasa kurdunun yanlış bir şekilde yaptığı gibi *bu kez farklı* şeklindeki sözleri söylemelerine yol açabilir. Örneğin, 1998 ve 1999 yıllarında, son zamanlardaki kısa vadeli kazançlar, bazı yatırımcıları o kadar etkiledi ki, rasyonel değerlemelerle ilgili tarihsel olaylar, doğal olarak meydana gelen şişkinlikler, zirveler ve işlem hacminin en düşük olduğu günleri kabul etmemelerini sağladı. Eğer müşteriniz bu mantığa boyun eğmişse, gerçeklik kontrolü yapmanın zamanı gelmiş demektir.

4. Yenilik eğilimi, yatırımcıların, uygun varlık ayırmasını göz ardı etmesine yol açabilir. Profesyonel yatırımcılar, uygun varlık ayırmanın değerini bilirler ve gerekli tahsisatları sağlamak amacıyla dengeyi yeniden sağlarlar. Yenilik eğilimi, yatırımcıların, revaçta görünen bir varlık gurubu tarafından cezbedilmesine yol açabilir. Buna göre çoğunlukla kendi varlıklarına yoğunlaşırlar. Uygun varlık tahsisatı uzun vadeli yatırım başarısı için can alıcı öneme sahiptir.

#### 3.2.1.14. Çerçeveleme Eğilimi

Beklenti teorisi, temel karar parametreleri değişmemekle birlikte problemin sunulmasına ve ifade ediliş biçimine göre insanların cevaplarının değiştiğini ortaya koymaktadır<sup>266</sup>. Çerçeveleme eğilimi olarak adlandırılan bu olguya göre, bir sorunun tanımlanma şekli (seçilen kelimeler, vurgu, ifade tarzı, bilgi ve verinin takdim şekli vs.) kişileri başlangıçta farklı tutum ve algıya sevk eder; dolayısıyla kişilerin çözüm alternatiflerini seçmelerini etkiler. Bu etki özellikle, risk ve belirsizlik koşullarında insanların karar verme davranışı üzerinde etkili olmaktadır<sup>267</sup>.

Çerçeveleme eğilimi, bir seçeneğin özünden ziyade, şartlar ve çevre değiştirilerek karar sonucunun değişebileceği ya da manipüle edilebileceği anlamına gelmektedir. İnsanlar sınırlı rasyonaliteye sahiptir ve seçeneklerin sunum şekli, insanların problemin farklı yönlerine dikkatlerinin yönelmesine neden olmaktadır<sup>268</sup>.

<sup>266</sup> Eldar Shafir, Peter Diamond ve Amos Tversky , "Money Illusion", *The Quarterly Journal of Economics*, CXII (2), 1997, s. 346.

<sup>267</sup> Koçel, Age, s. 89.

<sup>268</sup> Barak, Age, s. 85.

Kahneman ve Tversky'nin (1984) çerçeveleme eğilimiyle ilgili olarak verdikleri örnek şöyledir<sup>269</sup>;

Ülkede baş gösteren bir Asya hastalığından 600 insanın ölmesi beklenmektedir. Hastalıkla mücadele etmek için iki alternatif program önerilmektedir ve deneklerden mücadele programları arasında varsayımsal olarak bir tercih yapmaları istenmektedir. İki farklı denek grubundan ilkinde, Program A'nın seçilmesi durumunda 200 insanın kurtarılacağı, Program B'nin seçilmesi durumunda ise 1/3 olasılıkla 600 insan kurtarılacağı ve 2/3 olasılıkla da hiç kimsenin kurtarılamayacağı anlatılıyor. Deney sonucunda, deneklerin %72'si Program A'yı tercih ederken, %28'i Program B'yi tercih ediyor.

İkinci gruba ise, Program C'nin seçilmesi durumunda 400 insanın öleceği, Program D'nin seçilmesi durumunda ise 1/3 olasılıkla hiç kimsenin ölmeyeceği ve 2/3 olasılıkla da 600 kişinin öleceği ifade ediliyor. Bu gruptaki deneklerin %78'i Program D'yi tercih ederken, %22'si Program C'yi tercih ediyor.

Karara ilişkin parametreler aynı olmasına rağmen deneklerin karar tercihleri değişmektedir. Bu durumu çerçeveleme etkisi ile açıklayabiliriz. Bu örnek göstermektedir ki, problemi açıklamada kullanılan kelimeler, ifadeler, insanları farklı kararlar almaya yönlendirmektedir. Bu örnekte, *riskten kaçınma* davranışının bir sonucu olarak ilk grupta 200 kişinin kurtulacağı garantili seçeneği seçmiştir. İkinci grupta ise, *riske açık* olarak, garantili kayıp seçeneğine karşın, riskli seçenek tercih edilmiştir.

Çerçeveleme eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>270</sup>;

1. Soruların nasıl sorulduğuna bağlı olarak çerçeveleme eğilimi, yatırımcıların risk almaları bakımından gereksiz yere tutucu ya da gereksiz yere agresif olarak sorulara yanıtlar vermesine yol açabilir. Örneğin, sorular *kazanç* çerçevesinde ifade edildiğinde, muhtemelen *riskten kaçınma* yanıtı verilirken sorular *zarar* çerçevesinde sorulduğunda ise muhtemelen *risk arama* davranışı sergilenir.

2. Bir yatırım veya varlık ayırma önerisinde iyimser veya kötümser bir durum, insanların yatırım yapma isteğini veya isteksizliğini etkileyebilir. İyimser bir şekilde dile getirilen sorular muhtemelen olumlu yanıtlar alacaktır ve iyimserlikle verilen yanıtlar kötümserlikle ifade edilen alternatiflerden daha fazla tercih edilecektir.

<sup>269</sup> Kahneman ve Tversky, Age, s. 343.

<sup>270</sup> Pompain, Age, s. 243.

Çerçeveleme içerikleri genellikle ihtiyardır ve birbiriyle ilişkili değildir. Dolayısıyla yatırımcıların kararını etkilememelidir... fakat etkilemektedir.

3. İkincil bir çerçeveleme eğilimi olarak dar çerçeveleme uzun vadeli yatırımcıların bir sanayide veya hisse senedindeki kısa vadeli fiyat dalgalanmalarından etkilenmelerine yol açabilir. Söz konusu davranış, uzağı göremeyen kayıptan kaçma ile uyum içinde kendini gösterir. Buradaki risk, yalnızca kısa vadeli piyasa dalgalanmalara yoğunlaşmanın aşırı alım-satımı doğuracak olmasıdır. Bu aşırı alım-satım davranışının yatırımcılar için uygun olmadığı ortaya çıkmıştır.

4. Çerçeveleme ve kayıptan kaçma, aşırı riskten kaçınmayı açıklamak için birlikte işlev görebilir. Net kazanç sağlamış bir yatırımcının daha az riskli alternatiflere karşı eğilim gösterirken; net zarara maruz kalmış bir yatırımcının daha riskli bir yatırımı tercih etmesi daha muhtemeldir.

### 3.2.2. Duygusal Eğilimler

#### 3.2.2.1. Sahiplenme Eğilimi

Thaler (1992) çalışmasında sahiplenme eğilimi (mülkiyet etkisi), insanların çoğu zaman sahip olduğu bir nesneden vazgeçmek için, onu elde ederken ödemeye razı olacağı değer üzerinde bir değer talep etmesi davranışı olarak açıklanmaktadır. İnsanlar sahip olduklarını, sahip olmadıkları karşılaştırılabilir şeylere oranla daha değerli bulurlar. Sahip olunan varlıkların aşırı değerlendirildiği halde elde tutmanın altında yatan gerçek sahiplenme eğilimidir<sup>271</sup>.

Davranışsal Finans ekolünün önde gelenlerinden Richard Thaler çalışmasında verdiği örnek şu şekildedir; Cornell Üniversitesi'nde okuyan bir grup öğrenciye, üzerlerinde okulun logosu bulunan kahve kupaları hediye ediliyor. Bir kısım öğrenciye de dilerlerse arkadaşlarından kupalarını satın alabilecekleri söyleniyor. Ancak kimse kupasını 5,25 dolardan aşağıya satmaya razı olmuyor, bir başka deyişle kupasından ayrılmak için en az 5,25 dolar istiyor. Almak isteyenlerin ise kupalara biçtiği en yüksek değer, ortalama piyasa fiyatı olan 2,75 dolar. Diğer bir ifadeyle, *alt tarafı* bir kupayı elinde tutmanın, kupanın gerçek fiyatına ek olarak 2,5 dolar da psikolojik bir değeri var. İnsanlar ellerinde bulundurduklarından ayrılmakta neden bu kadar güçlük çekiyorlar? Bir mal ya da başka bir şey insanlara sadece elinde bulunduğu için bile değerli gelebiliyor. Psikoloji literatüründe *sahiplenme eğilimi* olarak tanımlanan bu etki, küçük büyük pek çok yatırım ya da alım-satım kararında karşımıza çıkıyor. Kimi zaman

<sup>271</sup> Döm, Age, s. 18.

eşyalara karşı duyduğumuz duygusal bağlılık *ilk arabamı yok pahasına satamam, doğduğum evi satamam, ilk göz ağrım olan şirketimi başkasına devredemem* gibi görece masum şekillerde karşımıza çıkan bu etki, *statüko eğilimiyle* birleştiğinde ciddi stratejik hatalara yol açabiliyor. Özellikle ekonomide işletme devri, tasfiye gibi kararlar alınmasını zorlaştıran bu etmen<sup>272</sup> aynı zamanda sahiplenilen hisselerin de satışını zorlaştıran bir eğilimdir.

Sahiplenme eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>273</sup>;

1. Sahiplenme eğilimi, yatırımcıları, mali açıdan kazançlı olup olmadığına bakmaksızın miras aldığı menkul kıymetleri almalarına yol açar. Söz konusu davranış, mirasçılardan, miras olarak alınan menkul kıymetleri satmanın çoğunlukla önceki kuşaklara sadakatsizlik olarak yansımından veya vergi sonuçlarını tetiklemesinden korkmalarından kaynaklanır.

2. Sahiplenme eğilimi, satın almış oldukları (zaten sahip oldukları) menkul kıymetleri muhafaza etmelerine yol açar. Söz konusu davranış genellikle karar felcinden kaynaklanır. Söz konusu karar felci, sahip olunan bir varlığın elden çıkarılması için yapılan mübadelede talep edilen tazminat bedeline makul olmayan bir fiyat konulmasını sağlar.

3. Sahiplenme eğilimi, yatırımcıların ister miras aldıkları isterse satın aldıkları menkul kıymetleri muhafaza etmelerine yol açar. Çünkü menkul kıymetleri satmakla ilgili işlem maliyetlerine maruz kalmak istemezler. Halbuki, söz konusu maliyetler, kazanç sağlamayan yatırımların elden çıkarılmasında çok küçük bir bedel olabilir.

4. Sahiplenme eğilimi, yatırımcıların ister miras aldıkları isterse satın aldıkları menkul kıymetleri muhafaza etmelerine yol açar. Çünkü sahip oldukları söz konusu yatırımların davranışsal özelliklerine aşinadırlar. Halbuki aşinalık düşük performansla sahip hisse senedi veya tahvilin alınılmasını haklı kılmaz.

### 3.2.2.2. Oto-Kontrol Eğilimi

Zihinsel muhasebe mükemmel olmayan yatırımcıların oto-kontrollerini sağlamak için yaptığı düşüncesi ile açıklanır. Thaler ve Shefrin (1981) belirttiği gibi yatırımcılar yoldan çıkarılmaya eğilimlidirler ve bu yüzden kendilerine oto-kontrollerini geliştirmenin yollarını aramaktadırlar. Finansal kaynaklarını zihinsel olarak sermaye ve

<sup>272</sup> Özen, Age, s. 15-17.

<sup>273</sup> Pompain, Age, s. 143.

harcama olarak havuzlara paylaştıran yatırımcılar aşırı harcamaya olan isteklerini ancak bu şekilde kontrol edebilmektedirler<sup>274</sup>. Böylece oto-kontrol eğilimi basit bir şekilde; bir insanın gelecek için birikimlerini bu gün tüketme eğilimini kontrol etme olarak ifade edilebilir<sup>275</sup>.

Oto-kontrol eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>276</sup>;

1. Oto-kontrol eğilimi, yatırımcıların gelecek için birikimlerinin harcanması hususunda daha fazla bu gün harcama yapılmasına yol açabilir. Söz konusu davranış yatırımcının sermayesine zarar verebilir. Çünkü yeterince tasarrufta bulunan yatırımcılar için erken emeklilik ortaya çıkabilir. Bu durumda, insanlar kayıp zamanlarını telafi etmek için çaba harcarken portföylerinde yersiz risklere maruz kalabilirler. Bu durum tabii ki sorunların daha da büyümesine yol açabilir.

2. Oto-kontrol eğilimi, yatırımcıların, emeklilik planlarını yapmalarına engel teşkil edebilir. Araştırmalar, emekliliklerini planlamayan insanların, emekliliklerini planlayanlardan daha az güvenli bir şekilde emekli olduklarını göstermiştir. Araştırmalar, ayrıca, göreceli olarak emekliliklerini planlamayanların ortaklık hakkı veren hisse senetlerine daha az yatırım yaptıklarını ortaya koymuştur.

3. Oto-kontrol eğilimi, dengesiz varlık dağıtım sorunlarına yol açabilir. Örneğin, bazı yatırımcılar, *bugün sarfet* anlayışına dayanarak gelir üreten varlıkları tercih ederler. Bu davranış, çok miktarda gelir getiren varlıkların, bir portföyün enflasyona ayak uydurmasını sınırlayabileceğinden dolayı uzun vadede servete zarar verebilir. Risk almayı seven ve davranışlarını kontrol edemeyen diğer yatırımcılar ise, tahviller üzerindeki haklar gibi farklı varlık gruplarına yönelebilirler.

4. Oto-kontrol eğilimi yatırımcıların, faiz birleşimi, ortalama dolar maliyeti ve -bağlı kalındığı takdirde- uzun vadeli önemli servetin yaratılmasını sağlayabilecek benzeri disiplinli davranışlar gibi temel mali prensipleri göz ardı etmelerine yol açabilir.

### 3.2.2.3. İyimserlik Eğilimi

İnsanlar aşırı iyimserlik sonucu elde ettikleri bilgilere olduğundan daha fazla karşılaşılabilecekleri muhtemel riskleri ise olduğundan düşük tahmin etme eğilimindedirler. Aşırı iyimserlik sonucu insanlar, kazanma ihtimali düşük getirisi yüksek olan bahisler, piyango ve loto gibi şans oyunlarına eğilimlidirler.

<sup>274</sup> Karan, Age, s. 698.

<sup>275</sup> Pompain, Age, s. 150.

<sup>276</sup> Pompain, Age, s. 155.

İyimserlik eğilimi, bireylerin kontrolü altında olmayan olayları düşük tahmin etme eğilimine yöneltmektedir. Yani iyimserlik eğilimine sahip bireyler aynı zamanda kontrol yanlısaması eğiliminde olmakta ve geleceklerini kontrol altına alma derecesini abartmaktadırlar<sup>277</sup>. İyimserlik eğilimi finansal piyasalarda, özellikle kazanç tahminleri ile portföy yöneticilerinin menkul kıymet tavsiyelerinde daha belirgin gözükmektedir. Literatürde elde edilen deneysel bulgular finansal analizcilerin kazanç tahminlerinin ortalamada iyimser olduğunu ortaya koymuştur<sup>278</sup>.

İyimserlik eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>279</sup>;

1. İyimserlik eğilimi, yatırımcıların aşırı derecede kendi şirket hissesi almalarına yol açabilir. Çünkü iyimserlik sapması yatırımcıların, diğer şirketlerin kendi şirketlerinden daha fazla sıkıntı içinde olduğunu düşünmelerine neden olur. Ayrıca, çalışanlar, işverenlerinin hisselerine daha fazla güven duyarlar ve iyimser bakarlar ve söz konusu yatırımın başka yatırımlardan daha az riskli olduğuna inanırlar.

2. İyimserlik eğilimi, yatırımcıların piyasa gelirlerini sağladıklarına inanmalarına yol açabilir; halbuki gerçekte, bu gelirleri aşındıran ve birleşik gelirlerin uzun vadeli kazançlarını ortadan kaldıran enflasyon, harç ve vergilere karşı dikkatli olmaları gerekir.

3. İyimserlik eğilimi, yatırımcıların, daha çok *umut verici* bakış açısını gösteren analistlerin öngörülerini veya kendilerinin bizzat şirket raporlarını okuyarak yaptıkları araştırmaları *umut verici* olarak okumalarına yol açar. Ayrıca, yatırımcılar, piyasalar veya kendi yatırımları hakkında iyi haberleri ve dolayısıyla kötümserliğe karşı iyimserliğe yakın haberleri almayı tercih ederler.

4. İyimserlik eğilimi, yatırımcıların, ortalama yatırımcıların üzerinde olduklarını düşünmelerini sağlar. Çünkü genel olarak iyimserdirler ve araba sürme veya sosyal yetenekler gibi hayatlarının diğer alanlarında da ortalamanın üzerinde olduklarına inanırlar.

5. İyimserlik eğilimi, yatırımcıların kendi coğrafyaları hakkında aşırı derecede iyimser olduklarından dolayı kendi coğrafyalarına yakın bölgelerde yatırım yapmalarına yol açabilir.

<sup>277</sup> Daniel Kahneman ve Mark W. Riepe, "Aspects of Investor Psychology", *Journal of Portfolio Management*, XXIV (4), 1998, s. 54.

<sup>278</sup> Reza Espahbodı, Amitabh Dugar ve Hassan Tehranian, "Further Evidence on Optimism and Underraction in Analysts", *Forecasts, Review of Financial Economics*, X (1), 2001, s. 2.

<sup>279</sup> Pompain, Age, s. 167.

### 3.2.2.4. Kayıptan Kaçma Eğilimi

Gross'a (1982) göre çoğu yatırımcılar, herhangi bir şeyi kayıpla satmayacaktır. Yatırımcılar belirli bir yatırımdan para kazanma ümidinden vazgeçmek istemezler ya da muhtemelen çıkmadan önce bunu gerçekleştirmek isterler. *Telafi etme hastalığı (get-even-itis)* muhtemelen portföy yatırımlarına başka bir şeyin yapacağından daha fazla tahribat yapmaktadır. Telafi etme, insanların kayıpları ile barışık olmasındaki güçlükleri ifade etmektedir. Araştırmalar, telafi etme eğiliminin hem uzman hem de uzman olmayan yatırımcıları etkilediğini göstermektedir<sup>280</sup>. Aynı zamanda kayıptan kaçma eğilimi yatırımcıları kayıptaki yatırımlarını satmamakla *riski sever* bir tutum sergilemelerine neden olmaktadır.

Kayıptan kaçma eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>281</sup>;

1. Kayıptan kaçma, yatırımcıların, zarar getiren yatırımlarını uzun süre alıkoymalarına yol açar. Bu davranış bazen zarar veren bir hastalık olan telafi etme (get-even-itis) hastalığı olarak tanımlanır. Bu hastalığı taşıyan yatırımcılar, kaybettiklerini geri kazanmak umuduyla zarar eden yatırımlarını ellerinde tutarlar. Söz konusu davranış, portföy gelirlerini düşürerek ciddi olumsuz sonuçlara yol açar.

2. Kayıptan kaçma, yatırımcıların, kazanç sağlayan yatırımları erkenden satmalarına yol açabilir. Çünkü satmadıkça, kazançlarının buharlaşmasından korkarlar. Söz konusu davranış, bir portföyün yükselme olasılığını sınırlandırır ve çok fazla alım-satımına yol açabilir. Çok fazla alım-satımın ise düşük yatırım geliri sağladığı bilinmektedir.

3. Kayıptan kaçma, yatırımcıların, şayet mümkünse yatırımları basit bir şekilde elimine etme ve daha iyi yatırımlara yönelmektense (ya da nakitte kalma) portföylerinde isteksiz bir şekilde daha fazla risk almalarına neden olur.

4. Kayıptan kaçma, yatırımcıların, dengesiz portföylerini elde tutmalarına yol açabilir. Örneğin, eğer bir kaç pozisyon değerinde düşme yaşarsa ve yatırımcı kayıptan kaçma eğilimine bağlı olarak satmak istemezse, o zaman dengesizlik meydana gelir. Yeniden uygun dengeleme sağlanmaksızın, yeni yatırımlar uzun vadeli amaçlarına uygun olmaz ve standart altı gelir elde etmeye yol açar.

<sup>280</sup> Döm, Age, s. 91.

<sup>281</sup> Pompain, Age, s. 211.

### 3.2.2.5. Pişmanlıktan Kaçma Eğilimi

Yatırımcılar alınması düşünülen fakat alınmamış bir hissenin değerinde görülen bir yükselişle veya aldıkları bir hissenin değerinin düşmesiyle pişmanlık duymaktadırlar. İlk durumun telafisi olmamakla birlikte ikinci durumda pişmanlıktan kaçma eğilimi yatırımcıların aldıkları hisseyi uzun süre ellerinde tutmalarına neden olmaktadır.

Pişmanlıktan kaçma eğilimi, yatırımcıların kaybı realize edecek yatırımları (hisseyi), elde tutmasına neden olur. Bundan dolayı da insanlar, kötü yatırım yaptığına ilişkin pişmanlık hissi duymamak ve kaybı kabullenmemek için söz konusu nitelikteki hisse senedini elde tutarlar ve yaptıkları hataların sonuçlandırılmasını engellemek isterler. Kazanan hisse senetlerinde ise söz konusu bu durumun tersi olarak, yatırımcılar bu hisse senetlerini hemen elden çıkarma ve karlarını realize etme eğilimindedirler<sup>282</sup>.

Terrance Odean, 1987-1993 dönemini ve 10.000 yatırım hesabını kapsayan çalışmasında yatırımcıların kazanan hisse senetlerini sattıklarını, bu hisse senetlerinin izleyen yılda piyasanın ortalama %2,5 üzerinde kazandırdığını, kaybettiren hisse senetlerini ise uzun süre elde tuttuklarını, bu hisse senetlerinin izleyen yılda piyasanın ortalama olarak %1,6 altında performans gösterdiğini belirlemiştir<sup>283</sup>.

Psikolojik bulgular çoğu insanın yapmadıklarına kıyasla yaptıkları şeylere ilişkin daha fazla pişmanlık hissettiklerini ortaya koymuştur. Bunun yanında, insanlar genel olarak, kötü sonuçlara yol açacak olayların, beklenmedik ve nadir görülen yönleri hususunda daha detaylı düşünme eğiliminde olmakta ve pişmanlıklarını olayların anormal ve beklenmedik yönlerine odaklamaktadırlar<sup>284</sup>.

Pişmanlıktan kaçma eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>285</sup>;

1. Pişmanlıktan kaçma, yatırımcıların, yatırım seçeneklerinde aşırı tutucu olmalarına yol açabilir. Geçmişteki kayıplardan zarar görmüş olmak (yani riskli bir yatırımda kötü bir karar vermektense zarar görmek) pek çok insanı yeni cesur yatırım kararları vermektense alıkoyar ve yalnızca düşük riskli pozisyonları kabul etmelerini sağlar. Bu davranış, uzun süre düşük performansla yol açar ve bu da yatırım hedeflerini tehlikeye atabilir.

<sup>282</sup> Robert J. Shiller, *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*, Yale University, Working Paper 1997, s. 6.

<sup>283</sup> Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *Journal of Finance*, LIII (5), 1998, s. 1775-1798. [faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/disposition/disposition.html](http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/disposition/disposition.html) (Erişim Tarihi: 21 Ekim 2009).

<sup>284</sup> Daniel Kahneman ve Mark W. Riepe, *Age*, s. 62-63.

<sup>285</sup> Pompain, *Age*, s. 231.



2. Pişmanlıktan kaçma, yatırımcıların, yakın zamanda düşmüş piyasalardan gereksiz yere kaçmasına yol açabilir. Pişmanlıktan kaçan bireyler, yatırım yaptıkları takdirde böyle bir piyasanın daha sonra da aşağıya doğru düşme eğilimini sürdüreceğinden ve satın almaktan pişman olacaklarından korkarlar. Bununla birlikte, durgun piyasalar genellikle ucuzluk sunar ve insanlar değer kaybetmiş bu yatırımlardan faydalanabilir.

3. Pişmanlıktan kaçma, yatırımcıların, uzun süre zarar eden pozisyonlarını elde tutmalarına neden olabilir. İnsanlar yanlış yaptıklarını kabul etmek istemezler ve zarar eden bir yatırımı (yani zararlar yüz yüze kalındığında) uzun süre satmaktan kaçınır. Bu davranış kaybetmekten kaçma gibi, insanların birikimleri (serveti) için zararlıdır.

4. Pişmanlıktan kaçma, *sürü psikolojisine* yol açabilir. Çünkü bazı yatırımcılar kitlesel uzlaşıyla yapılan satın almalarda gelecekteki muhtemel pişmanlıklarını sınırlandırabilirler. Geçmişte yaşanan internet-hisse senetleri balonunun patlamasının, en kalabalık kitlelerin bile yanlış yönde izdiham yarattığını gösterdiğini söylemeye gerek bile yoktur.

5. Pişmanlıktan kaçma yatırımcıların, eşit veya daha yüksek değerde gelir beklenen alternatif bir hisse senedi olsa bile, subjektif bir şekilde iyi şirketler olarak belirlenen şirketlerin hisse senetlerini tercih etmelerine yol açar. Pişman olmaktan kaçınan yatırımcılar, *daha riskli* şirketlerin daha cesur karar almayı gerektirdiğini düşünebilirler; bu yüzden eğer yatırım başarısız olursa, sonuçları bireyin kararı üzerinde, *rutin, güvenli ve güvenilir* bir hisse senedine yapılan yatırımın sonuçlarından daha dramatik bir şekilde yansır. Kişisel sorumluluğun yüksek olduğunun hissedilmesi doğal olarak pişmanlık olasılığını da artırır. İyi şirketlere yatırım yapmak, yatırımcılara, riskli olarak algılanan şirketlerden daha fazla ya da daha az gelir sağlamayacaktır.

6. Pişmanlıktan kaçma, yatırımcıların, kazandıran hisse senetlerini uzun süre elde tutmalarına yol açar. İnsanlar iyi kazandıran bir hisse senedini satmaktan korkarlar ve belki de daha önemli kazançları kaçırmaları. Fizikte olduğu gibi, finans için buradaki tehlike, her yükselişin bir inişinin olduğudur.

### 3.2.2.6. Statüko Eğilimi

Statüko eğilimi terimi, William Samuelson ve Richard Zeckhauser'in 1988 çalışmalarıyla literatüre girmiştir. Statüko eğilimi, insanların değişim getirebilecek alternatif seçeneklerden ziyade mevcut durumun, yani statükonun devam etmesini sağlayabilecek seçeneklere yönelme eğiliminde olduğunu ön gören bir duygusal eğilimi

açıklamak için kullanılmaktadır. Diğer bir deyişle, statüko eğilimi bazı şeylerin hep olduğu gibi kalması gerektiğini düşünen insanlarda aktif durumdadır. Bilimin eylemsizlik ilkesi, bu statüko eğilimi ile birçok benzerlik göstermektedir. Eylemsizliğe göre, duran bir nesne dışarıdan gelen belirli bir kuvvete maruz kalmadığı sürece durmaya devam edecektir. Konuyu gerçek dünyada yaşanmış basit bir olayla örnekleyelim. A.B.D.'de 90'lı yılların başlarında New Jersey ve Pennsylvania eyaletleri sigorta yasalarını yenilemiş ve yeni programlar sunmuşlardır. Eyalet halkına iki otomobil sigorta paketinden birini seçme tercihi bırakılmıştır. Bu paketler (1) poliçe sahiplerinin herhangi bir kazadan sonra birbirlerine dava açabilmelerine olanak tanıyan ve biraz daha pahalı bir paket ve (2) yasal haklar açısından daha kısıtlı olan ancak daha ucuz bir paket. Her iki sigorta planının da kabaca denk bir beklenen maddi değeri olduğu verilen bilgiler arasındadır. Ancak New Jersey'de daha pahalı olan plan varsayılan plan olarak seçilmiştir. Bu da eyalet vatandaşlarının %70'inin söz konusu planı seçmesine neden olmuştur. Pennsylvania'da ise tam tersi söz konusu olmuş, vatandaşlara sunulan varsayılan paket ucuz paket olduğundan herhangi bir bireyin pahalı plana katılabilmesi için önce ucuz plandan çıkması gerekmiştir. Bu sebepten ötürü de bu ikinci eyalette halkın %80'i daha ucuz olan planı seçmiştir<sup>286</sup>.

Knetsch ve Sinden (1984), yapmış oldukları deneysel çalışmada, katılımcılara, piyango bileti ile 2 TL arasında tercih yapmaları istenmiştir. Bir süre sonra, her bir katılımcıya elindeki piyango bileti (2 TL) karşılığında 2 TL (piyango bileti) elde etme fırsatı verilmiştir. Ancak katılımcılardan çok azı değişimi kabul etmiştir. Buradan da anlaşılabilir gibi statüko eğilimi, bireylerin piyasa değeri düşen bir varlığı alıkoymak istemesine neden olmaktadır. Bu isteği bir ölçüde kayıptan kaçma olgusu dengelemektedir<sup>287</sup>.

Statüko eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir<sup>288</sup>;

1. Statüko eğilimi, yatırımcıların, herhangi bir önlem almayarak, kendi risk/gelir profillerine uygun olmayan yatırımları ellerinde tutmalarına yol açabilir. Bu, yatırımcıların aşırı risk alması veya aşırı tutucu davranması anlamına gelebilir.

2. Statüko eğilimi kayıptan kaçma eğilimi ile birleşebilir. Bu senaryoda, bir yatırımı değiştirme veya yeniden oluşturma fırsatını yakalayan bir yatırımcı, bunun yerine, mevcut durumu sürdürmeyi tercih edebilir. Çünkü mevcut durum yatırımcıya

<sup>286</sup> Pompain, Age, s. 248.

<sup>287</sup> Döm, Age, s. 18.

<sup>288</sup> Pompain, Age, s. 251.

daha düşük zarar olasılığını sunar. Şayet bu tarz tutum doğru olsa bile, uzun vadede yatırımcı alternatif bir yol seçerek daha yüksek gelir elde edebilir.

3. Statüko eğilimi yatırımcıların, aşına olduklarını hissettikleri veya duygusal olarak hoşnut oldukları menkul kıymetleri ellerinde tutmalarına yol açar. Söz konusu davranış, finansal hedeflerle uygun olabilmesiyle birlikte bir menkul kıymetteki öznel rahatlık seviyesi, düşük performansına karşın, tutulmaya çalışılmasını haklı göstermez.

4. Statüko eğilimi, yatırımcıların satışla ilgili işlem maliyetlerinden kaçınma isteğinden dolayı, ister miras kalmış olsun isterse satın alınmış olsun menkul kıymetleri elinde tutmalarına neden olabilir. Söz konusu davranış, düşük performanslı bir yatırımın satılması veya bir portföyü uygun şekilde oluşturmak için ödenecek komisyon veya vergi genellikle küçük olacağından dolayı bir yatırımcının servetine zarar verebilir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### RASYONEL OLMAYAN YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ HİSSE SENEDİ PİYASALARINA ETKİLERİ (ANOMALİLER)

Fama'nın (1965, 1970) geliştirdiği ve daha sonra yine kendisi tarafından revizyona tabi tutulan (Fama, 1991) Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), hisse senetlerine ilişkin tüm bilgilerin fiyatlara yansımış olduğundan dolayı piyasada işlem yapan hiçbir yatırımcının bu bilgileri kullanarak *aşırı getiri (excess return)* elde edemeyeceğini ileri sürmektedir<sup>289</sup>. Ancak hisse senetleriyle ilgili yapılan çalışmalarda EPH'nin ortaya koyduğu bu varsayım ile çelişen ampirik bulgulara rastlanmıştır. Hipotez ile bağdaşmayan bu bulgulara normalden sapma anlamına gelen Türkçe'de de kabul görmüş olan anomali (anormallik, anomaly) terimi kullanılmaktadır<sup>290</sup>.

Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem ya da realite olarak tanımlanmaktadır. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik çerçevede açıklamak güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir. Deyim yerinde ise, anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimidir, bir başka ifadeyle *çelişkidir*. Yaşamın ekonomik, finansal, sosyal ve kültürel boyutlarında anomali olarak değerlendirilen gözlemlerle karşılaşmak mümkündür<sup>291</sup>.

Başta Eugene Fama olmak üzere bazı araştırmacılar anomalileri şansın bir sonucu olarak görmekte olup EPH'ye herhangi bir tehdit oluşturmadığı görüşündedirler. Fama (1998) çoğu anomalinin metodolojideki şanslarla yok olacağını iddia etmektedir. Wenner De Bont, Richard Thaler ve Andrei Shleifer gibi diğer bazı araştırmacılar ise, anomalileri yatırımcıların tamamıyla rasyonel davranamamalarının bir sonucu olarak görmektedirler<sup>292</sup>. Yapılan pek çok çalışma ile yatırımcıların rasyonel olmayan bazı davranışları sürekli olarak tekrarladıkları ve böylece bazı anomalilerin hisse senedi piyasasında sürekli olarak gözlemlendiği ortaya konulmuştur.

<sup>289</sup> Ahmet Kamil Tunçel, "İMKB'de Haftanın Günü Etkisi", *Akdeniz Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, (13), 2007, s. 253.

<sup>290</sup> Mehmet Baha Karan, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, I (2), 2001, s. 280-281.

<sup>291</sup> Tahsin Özmen, *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 61, Ankara 1997, s. 11.

<sup>292</sup> Javier Rodriguez, *Essays In Behavioral Finance*, A Dissertation Presented To The Faculty of The C. T. Bauer College of Business University of Houston, In Partial Fulfilment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy (December 2002), s. 2.

Hisse senedi piyasalarında görülen anomalileri genel olarak aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür<sup>293</sup>:

1) Dönemsel Anomaliler;

- Günlere İlişkin Anomaliler,
- Aylara İlişkin Anomaliler,
- Tatillere İlişkin Anomaliler.

2) Kesitsel Anomaliler;

- Firma Büyüklüğü Etkisi,
- Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Etkisi,
- Fiyat / Kazanç Oranı Etkisi,
- Fiyat / Satış Oranı Etkisi,
- Fiyat / Nakit Akımı Etkisi.

3) Fiyat Anomalileri (Pricing Anomalies);

- Aşırı Tepki Anomalisi (Overreaction Anomaly),
- Düşük Tepki Anomalisi (Underreaction Anomaly).

#### 4.1. DÖNEMSEL ANOMALİLER

Dönemsel anomaliler, Türkçe literatürde takvimsel anomaliler ve mevsimsel anomaliler gibi farklı şekillerde isimlendirilebilmektedir. Bu anomaliler; hisse senedi getirilerinin herhangi bir gün, hafta, ay, yıl gibi herhangi bir zaman diliminde, diğer zaman dilimlerine göre daha iyi veya daha kötü performans gösterip göstermediği ile ilgilidir. Dönemsel anomalilerin hisse senedi piyasalarında tespiti EPH'nin sorgulanmasına neden olmuştur.

EPH'ye göre, hisse senedi getirileri zamandan bağımsızdır. Dolayısıyla tüm zaman dilimleri getiri açısından farksızdır. Belirli bir zaman diliminde gözlemlenen getiri trendini kullanarak gelecekteki getirileri tahmin etmek ve sürekli normal üstü getiri sağlamak imkânsızdır. Ancak dönemsel anomaliler bunun aksini ortaya koymaktadır. Çok sayıda uygulamalı çalışmadan elde edilen bulgular, EPH'nin tersine getirilerin tahmin edilebilirliğini, belli zaman dilimlerinin diğerlerine göre sürekli negatif ya da pozitif getiri sağladığını kanıtlamış ve hisse senedi getirilerinde dönemsel anomalilerin olduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu anomaliler, sadece hisse senedi

<sup>293</sup> Özmen, Age; Karan, (2001), Age; Kent Daniel, David Hirshleifer ve Avandhar Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions", *Journal of Finance*, LIII (6), 1998. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Russell Sage Foundation, New York 2005, s. 460.

piyasalarında değil, hazine bonosu, tahvil, döviz, altın, vadeli işlem ve mal piyasaları gibi diğer piyasalarda da gözlemlenmektedir<sup>294</sup>.

#### 4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Etkin Piyasalar Hipotezine göre; getiri zamandan bağımsız olduğu için haftanın her bir gününün getirisi diğer günlerin getirisinden anlamlı şekilde farklılaşmamalıdır. Fakat yapılan pek çok çalışma ile durumun böyle olmadığı haftanın bazı günlerinin devamlı olarak diğer günlere nazaran daha yüksek veya daha düşük getiri sağladığı ortaya konmuştur.

Günlük getiri farklılığını ortaya koyan ilk çalışma, Fields (1931) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada, hafta sonlarının belirsizliğinin yaratacağı riski taşımamak için, yatırımcıların haftanın son işlem günü portföylerini boşaltacaklarını ve dolayısıyla Cumartesi günü (A.B.D. Borsalarında 1952'ye kadar Cumartesi günleri de işlem yapılmaktaydı) fiyatların düşeceği varsayımından hareket edilmiştir. Bu kapsamda, 1915-1930 yılları arası, Dow Jones Sanayi Ortalaması incelenmiş, 717 haftadaki Cumartesiler ile Pazartesi ve Cuma kapanış fiyatları karşılaştırılmıştır. Beklentinin tam tersine, Cumartesileri fiyatların yükselme eğiliminde olduğu, 717 haftanın %52'sinde Cumartesi ortalama getirilerin Cuma ve Pazartesi günlerine oranla daha yüksek, %36'sında ise daha düşük olduğu bulunmuştur<sup>295</sup>.

##### 4.1.1.1. Haftanın Günleri veya Hafta Sonu Anomalisi

Son yıllarda ABD, Avrupa ve Uzakdoğu piyasaları üzerinde yapılan bilimsel çalışmalarda haftanın bazı günlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde pozitif ya da negatif getiri sağladıkları saptanmıştır. Yapılan çalışmaların çoğunda en çok dikkati çeken gün Pazartesi olmuştur<sup>296</sup>.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Cross (1973) ve French (1980), ilk defa S&P karma endeksini kullanarak Pazartesi kapanış fiyatlarının Cuma kapanış fiyatından daha düşük olduğu ve Pazartesi getirilerinin genelde negatif olduklarını bulmuşlardır. Rogalski ise, yaptığı çalışmasında Pazartesi açılış fiyatının Cuma kapanış fiyatından daha düşük olduğu ve oluşan bu negatif getirinin hafta sonunda çıkmış olduğunu belirterek, bu anomaliye hafta sonu anomalisi demiştir<sup>297</sup>.

<sup>294</sup> Özmen, Age, s. 12.

<sup>295</sup> Özmen, Age, s. 14.

<sup>296</sup> Karan, (2001), Age, s. 285.

<sup>297</sup> Karan, (2001), Age, s. 285.

Jaffe ve Westerfield (1985), A.B.D. (1962-1983), Avustralya (1973-1983), İngiltere (1950-1983), Japonya (1970-1983) ve Kanada (1976-1983) borsaları olmak üzere toplam 5 farklı borsada, hisse senedi getirilerini haftanın günleri anomalisi açısından incelemişler ve en düşük getiri sağlayan günün, A.B.D., İngiltere ve Kanada borsalarında Pazartesi, Avustralya ve Japonya'da da Salı günü olduğunu saptamışlardır. En yüksek getiri sağlayan günün ise haftanın son günü olan Cuma günü olduğunu belirlemişlerdir.

Lakonishok ve Smidt (1988), Dow Jones Sanayi Endeksi'nin 1897-1986 yılları arası 90 yıllık dönemini için, getiri davranışlarını incelemişler. Çalışmada inceleme dönemi, hem bir bütün olarak hem de 1897'den Haziran 1952'ye kadar olan dönem (borsanın cumartesi öğleye kadar açık olduğu dönem) ve 1952-1988 arası yılları kapsayan dönem olmak üzere iki alt dönem olarak ele alınmıştır. Çalışma sonucunda hem alt dönemler hem de bütün dönemde haftanın ilk günü olan Pazartesilerin sistematik olarak negatif getiri sağladığı tespit edilmiştir. Haftanın son işlem günü olan Cuma (Cumartesi) gününün ise sürekli pozitif ve en yüksek getiriyi sağlayan gün olduğunu bulmuşlardır. Aynı zamanda günlere ilişkin olarak yaptıkları volatilité hesaplarında, volatilitenin en yüksek olduğu gün pazartesi iken, en düşük olduğu gün ise Cuma olarak bulunmuştur.

Solnik ve Bousquet (1990), Paris Borsası CAC Endeksinin Ocak 1978-Aralık 1987 tarihleri arasında günlük getirileri üzerinde haftanın günü etkisinin varlığını araştırmışlardır. Bulgularına göre, tüm dönem için Salı günü -%8,9 ile haftanın en düşük getirisini sağlayan gündür. Cuma günleri ise, %13,2 ile haftanın en yüksek getiri sağlayan günüdür. Pazartesi günü ise, Cumadan sonra haftanın en yüksek getirisinin sağlandığı gündür.

Wong, Hui ve Chan (1992), negatif Pazartesi getirilerinin Salı günü de devam ettiğini, Tayland borsasının Filipinler, Kore, Malezya, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerle aynı getiri davranışını gösterdiğini saptamışlardır.

Agrawal ve Tandon (1994), Aralık 1981- Ocak 1983 dönemi için toplam 19 ülke borsası üzerinde haftanın günü anomalisinin varlığını test etmişlerdir. Çalışma sonucunda, haftanın günlerinin getirilerinin eşit olmadığını tespit etmişlerdir. Ele alınan 19 ülkenin 18'inde, en yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı getirinin Cuma günü gerçekleştiğini iki ülkede ise Cuma gününe ek olarak Çarşamba gününde en yüksek getirinin sağlandığını, 1 ülkede ise en yüksek getirinin Salı günü elde edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Benzer olarak negatif ve ortalamanın altında getirinin sağlandığı günlerin

ise sırası ile Pazartesi ve Salı günleri olduğu görülmüştür. Araştırma döneminde ülkelerin çoğunda getirilerin, hafta başından hafta sonuna doğru bir artış trendi içinde olduğu, yani haftanın ilk iki günü endeksler düşerken kalan üç günü yükselme eğilimine girdiği gözlemlenmiştir.

Haftanın günü etkisi üzerine Dünya borsalarında birçok çalışmanın mevcut olduğu gibi İMKB için de yapılan çok sayıda çalışma mevcuttur. Muradoğlu ve Oktay (1993) yaptıkları çalışmada güçlü bir haftanın günü etkisinin varlığını tespit etmişlerdir. Bulgularına göre, bu etki Cuma-Salı arasında uzunca bir döneme yayılmakta; Salı günleri negatif, Cuma günleri ise pozitif getiri elde edilmektedir. Aynı zamanda Aydoğan (1994), Karan (1994), Balaban (1994, 1995), Özmen (1997), Bildik (2000), Demirer ve Karan (2001), Karan ve Uygur (2001), Bildik (2004) tarafından yapılan çalışmalarda, Pazartesi ve Salı günlerinin çoğunlukla negatif getiri sağladığı, Cuma gününün ise istatistiksel olarak anlamlı, haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu saptanmıştır. Böylece haftanın günü anomalisinin İMKB’de de geçerli olduğu tespit edilmiş olup, İMKB açısından EPH’nin varsayımlarından sapma meydana geldiği ortaya konulmuştur.

Diğer yazarların aksine Aybar (1993) yaptığı çalışmasında, İMKB’de haftanın günü etkisine ait herhangi bir bulguya rastlamadığını belirtirken, Tunçel (2007) daha durağan bir dönem olarak seçtiği 1 Ocak 2002-30 Haziran 2005 dönemine ait ve ayrıca alt dönemler olarak her bir yıla ait olarak günlük getiriler arasında anlamlı bir farklılığın olmadığını tespit etmiştir.

Demirer ve Karan (2001), haftanın günleri etkisine ilişkin olarak yaptıkları çalışmalarında diğer çalışmalardan farklı olarak, İMKB’de bir tür hafta başı etkisi olduğunu öne sürmektedirler. Bu çalışmada, borsa haftaya pozitif bir getiri ile başlıyorsa, o haftanın ortalama getirisinin pozitif, eğer haftanın ilk gününün getirisi negatifse, haftanın ortalama getirisinin de negatif olacağını savunmaktadırlar. Çalışmada bu sonuçlara göre yatırımcıların, haftaya pozitif bir getiri ile başlayan haftada pozitif getiri sağlama ihtimalinin yüksek olduğu vurgulanmıştır.

#### **4.1.1.2. Gün İçi Anomalisi**

Gün içi anomalisi; haftanın günü anomalisinin biraz daha mikro düzeye indirgenmiş halidir. Bu anomali çalışmaları ile hisse senetlerinin, günün herhangi bir zaman diliminde, diğer zaman dilimlerine göre sürekli olarak daha düşük yada daha yüksek getiri sağlanıp sağlanmadığı durumu incelenmektedir.



Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Wood ve diğerleri (1985), gün içi anomalisi ile ilgili olarak, New York Borsasında Eylül 1971-Şubat 1972 tarihleri ile 1982 tarihli verileri dakika dakika getiri dağılımları açısından incelemiştir. Birinci inceleme dönemi (Eylül 1971-Şubat 1972) için, getirilerin seansın ilk 30 dakikası ile son 1 dakikasında, ikinci inceleme dönemi içinse (1982); seansın ilk 30 dakikası ve son 5 dakikasında son derece yüksek gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmada ayrıca, hisse senedi getirilerinin günün ilk 30 dakikası ve son 5 dakikası hesaba katılmadığı taktir de, getiri dağılımlarının hemen hemen aynı olduğu ve otokorelasyonun önemli ölçüde azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

McInish ve Wood (1990), New York Borsası'nda, 1980-1984 yıllarına ilişkin yapmış oldukları çalışmada, Wood ve diğerleri (1985) çalışmalarını destekler nitelikte hisse senetlerinin seansın ilk 30 dakikasında ve son 5 dakikasında getirilerin seansın diğer zamanlarına göre son derece yüksek gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır.

Smirlock ve Starks (1986), Dow Jones Endeksi 1963-1983 yılları arası hisse senetlerini saatlik getiri açısından, 1 Ocak 1963-9 Şubat 1968, 10 Şubat 1968-30 Eylül 1974 ve Ekim 1974-Aralık 1983 olmak üzere 3 dönem için incelemiştir. İnceleme sonucunda, birinci dönemde Pazartesi saatlik getirilerin diğer günlerden daha düşük ve sürekli negatif gerçekleştiğini, ikinci dönemde kısmen farklı da olsa benzer bir trend izlemiş ve Pazartesi gününün ilk 2 saatinde önemli ölçüde negatif getiriler gözlenmiş, üçüncü dönemde ise açılış saatlerinde hisse senetleri Pazartesi günü negatif getiri diğer tüm günlerde pozitif getiri sağlamıştır.

Jain ve Jon (1988), S&P 500 endeksinin 1979-1983 yılları arası 7578 saatlik getiri ortalamalarını incelemişler ve gün bazında saatlik getiriler açısından, negatif getiri sağlayan tek günün Pazartesi olduğunu saptamışlardır. Mutlak değer olarak gün bazında negatif getiri sadece seansın 5. saatinde, pozitif getiri ise 3. ve 6. saatlerinde gerçekleşmiştir. Günlere ilişkin en yüksek getiri ise Pazartesi hariç günün 1. ve 6. saatlerinde görülürken, Pazartesi günleri ilk işlem saatini izleyen 5 işlem saatinden farklı olarak negatif getiri sağlamıştır. Bu çalışmada ayrıca, işlem hacminde de saatlik bazda bir anomali olup olmadığı test edilmiş, işlem hacimlerinin de tıpkı getiriler gibi günün belli saatlerinde farklı özellikler gösterdiği saptanmıştır.

Cheung (1995), 1986-1990 yıllarına ilişkin yapmış olduğu çalışmada, 10:30-11:15 saat aralığı ile 12:30-15:00 saatleri arasında Hong Kong borsasında negatif getiri gözlemlemiştir. Söz konusu negatif getirinin Pazartesi sabah seansında daha da yüksek

olduğunu saptarken pozitif ve en yüksek getirilerin ise seans sonlarına doğru gerçekleştiği sonucuna ulaşmıştır.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Özmen (1997), 14 Temmuz 1994-7 Haziran 1996 dönemine ilişkin olarak 477 seansa ilişkin bilgileri incelemiştir. Seanslara ilişkin bu çalışma sonucunda, en yüksek getirinin Perşembe günleri 1. Seansa gerçekleştiğini, haftanın en kötü seansının Pazartesi günü 2. seans olduğunu ve tüm 1. seansların pozitif getiriye sahip olduğu, 1. Seansların ortalama getirilerinin 2. Seansların ortalama getirilerden yaklaşık 3 kat daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Bu çalışma ile İMKB'de gün içi anomalisinin varlığı seans gözlemlerine dayanılarak ortaya konmuştur.

#### **4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler**

Aylara ilişkin anomali çalışmalarında; hisse senedi getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre sürekli bir farklılaşma içerisinde olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu çalışmalarda, hisse senedi getirileri üzerinde ayların, ay başlarının, ayın ilk ve ikinci yarılarının, ay sonlarının, ya da yıl başları ile yıl sonlarının herhangi bir etkisi olup olmadığı araştırılmaktadır.

##### **4.1.2.1. Ocak Ayı Anomalisi**

Ocak ayı anomalisi, hisse senetlerinin Ocak aylarında yılın diğer aylarına oranla daha yüksek bir getiri sağladığını ifade eden bir anomalidir. Hisse senetlerinin diğer aylara oranla Ocak aylarında sistematik olarak yüksek getiri sağladığı yapılan pek çok çalışmayla desteklenmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Wachtel (1942) araştırmasında, A.B.D.'de hisse senetleri piyasasında, Ocak aylarında diğer aylara oranla daha yüksek getiri sağlandığını, bu getirinin piyasa değeri düşük olan hisse senetlerinde daha da yüksek olduğunu belirlemiştir. Bu çalışma Ocak ayı anomalisinin ilk olarak tespit edildiği çalışmadır.

Rozeff ve Kinney (1976), New York Borsası'nda 1904-1974 yıllarını ele alan çalışmalarında, Ocak ayında hisse senetlerinin ortalama getirisi %3,48 iken, diğer 11 ayın ortalama getirisi %0,42 olduğunu böylece yıllık getirilerin yaklaşık üçte ikisinin Ocak ayında gerçekleştiği saptanmıştır.

Branch (1977) ve Dyl (1977) yapmış oldukları çalışmalarda, hisse senetlerinin Ocak aylarında diğer aylara göre daha yüksek getiri sağladığını, küçük firmalarda bu

getirinin daha yüksek olduğunu ve bunun da vergi etkisinden kaynaklanabileceğini ileri sürmüşlerdir.

Gültekin ve Gültekin (1983), 17 ülke borsasında Ocak ayı anomalisinin varlığını araştırdıkları çalışmalarında; incelenen 17 ülkeden 12'sinde (Almanya, Avustralya, Belçika, Danimarka, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, Japonya, Kanada ve Norveç) Ocak ayı anomalisinin varlığını tespit etmişler. Ancak Rozeff ve Kinney (1976) aksine ABD'de Ocak ayı etkisinin varlığını tespit edememişlerdir. Aynı zamanda bu anomalinin kısmen vergi etkisinden kaynaklanabileceğini öne sürmekle birlikte, firma büyüklüğü ile herhangi bir ilişkisinin olmadığını saptamışlardır. Mutlak değer olarak tüm ülkelerde pozitif getiri sağlayan ayın Ocak ayı olduğu ve Avusturya hariç tüm ülkelerde negatif getiri sağlayan ayın Eylül ayı olduğu bunu Ekim ayının izlediği bulgusuna ulaşmışlardır.

Corhay ve diğerleri (1987), Londra, New York, Paris ve Brüksel borsalarında Ocak 1970-Aralık 1983 dönemlerine ilişkin olarak yapmış oldukları araştırmada, 4 borsa içinde en yüksek getirinin Ocak ayında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Ayrıca, Paris Borsası'nda Temmuz, Londra Borsası'nda Nisan ve Brüksel Borsası'nda Şubat, Nisan, Haziran ve Temmuz aylarında da aylara ilişkin anomali gözlemlenmiştir.

Agrawal ve Tandon (1994) Avustralya, Belçika, Brezilya, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Singapur, İsveç, İsviçre, İngiltere, ABD-DOW ve ABD-EW olmak üzere 20 borsa için yaptıkları çalışmalarında; Kanada, Almanya, Lüksemburg, Yeni Zelanda, ABD-DOW ve ABD-EW borsaları dışındaki tüm borsalarda istatistiksel olarak anlamlı Ocak ayı anomalisinin varlığını bulmuşlardır. İnceleme konusu ülkelerde mutlak değer olarak en düşük getiri sağlayan ay 15 ülkede Eylül ayı olurken onu Mayıs ayı izlemiştir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Balaban (1995), Ocak 1988-Aralık 1993 dönemine ilişkin yapmış olduğu çalışmada, hisse senetlerinin Ocak, Haziran ve Eylül aylarında diğer aylara oranla daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür. Balaban bu durumun yatırımcılar arasındaki asimetric bilgiden kaynaklandığını belirtmiştir.

Özmen (1997), Ocak 1988-Mayıs 1996 tarihlerini kapsayan 101 aylık döneme ilişkin yapmış olduğu araştırmada, %29,89 ile en yüksek getiri sağlayan ayın Ocak ayı olduğu, bu ayı sırasıyla Haziran ve Eylül aylarının takip ettiğini, %-0,07 ile negatif getiri sağlayan tek ayın ise Ekim ayı olduğu, hisse senedi getirilerinin yılın 1. Ayından

(zirveden) 3. Ayına kadar belli bir oranda düştüğü, Mart ayında taban yaptıktan sonra tekrar yükselişe geçerek 2. Üç aylık dönemin sonunda (Haziranda) tekrar zirve yaptığı, Temmuz ayında tabana oturduktan sonra yükselişe geçerek Eylül ayında 3. Zirvesine ulaştığı, Ekimde ise yılın en düşük düzeyine indikten sonra tekrar yükselişe geçtiği ve aylık getirilerin bir bütün olarak değerlendirildiğinde uluslararası bulguların tersine aylar arasında istatistiki açıdan anlamlı bir fark bulunmadığı tespit edilmiştir.

Bildik (2000), 1988-1998 yılları arasında İMKB endeksinin günlük değişim oranlarını hesaplayarak, aylık bazda incelemeye tabi tutmuştur. Sonuç olarak, yılın diğer aylarından farklı olarak günlük ortalama getirilerin en yüksek olduğu ay Ocak ayı olduğu, hisse senetlerinin günlük ortalama getirisinin Ocak ayında diğer ayların 4 katı, Haziran ayında ise diğer aylarınkinin 3 katı düzeyinde olduğu, Ocak ayını sırası ile Haziran, Eylül ve Aralık aylarının izlemekte olduğu ve yıl içinde yıllık ortalama getirilerin en düşük olduğu ayın Ağustos ayı olduğu bunu sırasıyla, Ekim, Temmuz ve Mart aylarının izlediği tespit edilmiştir.

#### **4.1.2.1. Ay İçi Anomalisi**

Hisse senedi getirilerinde ay içinde belirli günlerde herhangi anlamlı bir trend gözlemlenmesi durumu ay içi anomalisi olarak ifade edilmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; ilki Ariel (1987) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada 1963-1981 yılları arası 19 yıllık dönemi için New York Borsasında, her ayın ilk 9 günü ile son 9 günü ortalama getirileri karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma sonucunda ayın ilk 9 günü ortalama getirilerin, ayın son 9 günü ortalama getirilerden önemli ölçüde fazla olduğu tespit edilmiştir.

Jaffe ve Westerfield (1989), ay içi anomalisini A.B.D., Avustralya, İngiltere, Japonya ve Kanada olmak üzere 5 ayrı ülke için test etmişlerdir. İlk olarak ayın ilk 9 günü ve son 9 gününü alarak çalışmışlar ve Japonya dışındaki ülkelerde ayın ilk 9 günü ortalama getirilerin, ayın son 9 günü ortalama getirilerden önemli ölçüde fazla olduğu tespit edilmiştir. Japonya da ise, ayın son 9 günü getirisi daha yüksek çıkmıştır.

Barone (1990), İtalya Milan Borsası'nda, 2 Ocak 1975-22 Ağustos 1989 dönemine ilişkin olarak yapmış olduğu çalışmada, hisse senedi getirilerinin ayın ilk yarısında düştüğü ve ikinci yarısında ise yükseldiğini tespit etmiştir. Çalışma sonucunda, ayın ilk yarısı ile ikinci yarısı arasında önemli düzeyde getiri farkı olduğu belirtilmiştir.

Wong (1995), Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland ve Tayvan olmak üzere gelişmekte olan 5 piyasa için, ayın ilk ve ikinci yarı günlük getiri ortalamaları ile kümülatif getiri ortalamalarını karşılaştırmıştır. Çalışma sonucunda, günlük getiriler açısından ayın ilk ve ikinci yarısı arasında Malezya, Singapur ve Tayland borsalarında herhangi bir fark bulunamazken, Tayvan ve Tayland borsalarında sadece bir alt dönem için farklı bir sonuç bulunmuştur. Kümülatif getiriler bakımından ise, ayın ilk ve ikinci yarı getirilerinde bariz bir fark tespit edilmemiştir. Bu sonuçlara göre Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland ve Tayvan borsalarında ay içi anomalisine rastlanamamıştır.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Balaban ve Balu (1996) Ocak 1987-Haziran 1995 dönemine ilişkin ay içi anomalisini incelemişlerdir. Sonuç olarak istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmazken, mutlak değer olarak ayın ilk yarısının ikinci yarısından yaklaşık olarak 2 kat daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Özmen (1997) 1988-1996 dönemi için yaptığı çalışmada, 8,5 yılın 101 ayın ilk yarısı ile ikinci yarısının ortalama getirileri karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak ayın ilk yarı getirileri ikinci yarı getirilerinden çok daha yüksek çıkmıştır. Özmen bu sonucun Balaban ve Balu (1996) çalışma sonucundan farklı çıkmasını dönemin kısmen farklı olmasına ve Balaban ve Balu'nun ayın 15'ini çalışmaya almamalarına bağlamaktadır.

Bildik (2000) 1988-1998 dönemine ilişkin yaptığı çalışmada, tüm yıl içerisinde ayların ilk yarısındaki günlük ortalama getiri %34, ikinci yarısındaki ortalama getirir ise %20'dir. Böylece ayın ilk yarısındaki işlem günlerinden elde edilen ortalama getiri ikinci yarıdaki günlerdekenden %70 oranında daha fazladır. Aynı zamanda çalışmada, ay içi getirilerinin aylara göre dağılımı da incelenmiş ve Ocak, Nisan ve kısmen de Haziran aylarının ilk yarıları diğer aylara nazaran daha yüksek pozitif getiri sağladığı, buna karşın Nisan, Mayıs ve Ekim aylarının ikinci yarılarında ise daha yüksek oranda negatif getiri sağlandığı görülmüştür. Ayrıca her aya ilişkin ilk 10 gün ve son 10 güne ilişkin yapılan incelemede de yine ay içinde ilk 10 günlük dönemde son 10 günlük döneme göre daha yüksek getiri sağlandığı sonucuna ulaşılmıştır.

## **4.2. KESİTSEL ANOMALİLER**

### **4.2.1. Firma Büyüklüğü Etkisi**

Firma büyüklüğü etkisi; firmanın piyasa değerinin hisse getirisinde etkili olduğunu öne sürmekte olup, piyasa değeri bakımından küçük olan firmaların hisselerinin büyük firmalardan daha fazla getiri sağladığını ifade etmektedir. Bu

anomalinin geçerli olması halinde yatırımcı küçük piyasa değerli firmalara yatırım yaparak daha fazla kazanç elde edebilecektir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; ilki Banz (1981) tarafından yapılmıştır. Bu çalışma ile ele alınan 1936-1976 döneminde firmalar büyüklüklerine göre beş gruba ayrılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, küçük firma hisselerinin büyük firma hisselerine nispeten daha fazla getiri sağlamakta ve firma grupları arasında büyüklük farkı açıldıkça bu etki daha fazla belirginleşmektedir.

Reinganum (1982), firmaları piyasa değerleri bakımından on gruba ayırarak portföyler oluşturmuştur. Çalışmada, en düşük Pazar değerine sahip portföyün en fazla getiri sağladığı ve piyasa değeri arttıkça getirilerin de sistematik olarak azaldığı tespit edilmiştir.

Hawawini ve Keim (2000), Nisan 1972 - Aralık 1994 dönemi için NYSE ve AMEX Borsalarında firmaların piyasa değerlerini dikkate alarak oluşturdukları on farklı portföy üzerinde firma büyüklüğü anomalisini test etmişlerdir. Sonuçlar Reinganum'un (1982) çalışması ile paralellik göstermekte olup, bu çalışmada da en düşük pazar değerine sahip portföyün en fazla getiri sağladığı ve piyasa değeri arttıkça getirilerin de sistematik olarak azaldığı bulgulanmıştır. Aynı zamanda sonuçlar firma büyüklüğü ve ortalama getiriler arasındaki negatif ilişkiyi net bir şekilde göstermektedir. Çalışmada dünya üzerinde bu konu ile ilgili olarak Avustralya, Almanya, Amerika, Belçika, Kanada, Finlandiya, Fransa, İrlanda, Kore, Japonya, Singapur, Meksika, Tayvan, Yeni Zelanda, İspanya, İsviçre, İngiltere olmak üzere 17 farklı ülkede yapılmış çalışmalarda özetlenmiş olup bu ülkelerden Kore dışındaki tüm ülkelerde anomaliyi destekler sonuçlar bulunmuştur.

Patel (2000), kesitsel anomalileri test ettikleri çalışmasında Arjantin, Brezilya Şili, Yunanistan, Hindistan, Kore, Malezya, Meksika, Portekiz, Tayvan, Tayland, Çin, Kolombiya, Endonezya, Ürdün, Nijerya, Pakistan, Peru, Filipinler, Sri Lanka, Türkiye ve Zimbabwe olmak üzere 22 farklı ülke verilerini kullanmıştır. Küçük firma hisse senetlerinin Türkiye'nin de içinde bulunduğu toplam 10 piyasada yerel endekslerden daha iyi performans sergiledikleri tespit edilmiştir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Demir ve diğerleri (1996), 1 Nisan 1990-31 Mart 1996 dönemi sanayi şirketlerinin verilerini kullanarak bu etkiyi test etmişlerdir. Firma büyüklüğü dikkate alınarak oluşturulan portföylerden en küçük piyasa değerine sahip portföylerin en yüksek piyasa değerli portföyden istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Karan ve Uygur (2001), 1991-1998 döneminde İMKB’de faaliyet gösteren 100 şirket için haftanın günleri ve Ocak ayı etkisi ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki araştırılmış ve Ocak ayında büyük firmaların daha yüksek getirilere sahip oldukları bulgulanmıştır.

Baştürk (2004), 01.01.1995 - 21.12.2000 dönemini kapsayan çalışmada, F/K oranları ve sistematik risk (beta) değerleri kontrol edildikten sonra farklı firma büyüklüğüne sahip portföylerin getirileri karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak F/K oranları ve sistematik risk değerleri kontrol edildikten sonra da firma büyüklüğü etkisinin varlığını devam ettirmekte olduğu tespit edilmiştir.

Yıldırım (2005), 1990 - 2002 dönemini ele alan çalışmasında firma büyüklüğü göre özgün portföyler oluşturulmuştur. Her yılsonu yeniden oluşturulan bu portföylerin ele alınan 12 yıllık dönem sonundaki getirilerine bakıldığında İMKB’de firma büyüklüğü etkisi (küçük firma primi) mevcut çıkmıştır. Ancak, ele alınan yılları borsanın iyi ve kötü performans gösterdiği dönemler olarak ikiye ayırdığımızda bu etkinin daha çok iyi yıllarda ortaya çıktığı, başka bir ifadeyle, oluşturulan tüm farklı portföyler, piyasa aşağı giderken hemen hemen aynı oranda düşüşler göstermekte, piyasa yukarı gittiğinde ise çok farklı oranlarda getiri sağlayabilmektedirler.

Öztürkatalay (2005), 1 Temmuz 1989 - 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmasında, hem kesitsel regresyon analizi hem de zaman serisi regresyon analizi sonuçları İMKB’de firma büyüklüğü etkisini teyit etmekte olduğu bulunmuştur.

Canbaş ve diğerleri (2008), İMKB şirketleri için hisse senedi getirilerinde firma büyüklüğü etkisini incelerken, hisse senedi getirilerinin açıklanmasında dört farklı model kullanmışlardır. Bu modeller, (1) *sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli*, (2) pazar faktörü ve firma büyüklüğünü içeren *iki faktörlü model*, (3) pazar faktörü ile birlikte D/P oranını da içeren *iki faktörlü model* ve (4) üç faktörü de kapsayan *Fama-French üç faktör modelidir*. Sonuçlar, üç faktörün de hisse senedi getirilerini etkilemekte olduğu ve küçük firmaların, büyük firmalara kıyasla daha yüksek getiri sağladığını göstermektedir. Ayrıca araştırmada, *Fama-French üç faktör modeli*, incelenen modeller arasında en fazla açıklayıcı güce sahip olan model olarak belirlenmiştir.

#### 4.2.2. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı Etkisi

Bir hisse senedinin F/K oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kazançla bölünmesiyle bulunur. F/K oranı etkisi; piyasada düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlamasıdır.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Basu (1977, 1983) çalışmalarında, NYSE firmaları için F/K oranı etkisini test etmiştir. Çalışmalarda hisse senetleri F/K oranı bakımından beş gruba ayrılarak F/K oranı etkisi incelenmiştir. Araştırma sonuçlarında düşük F/K oranı sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisselerden daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir. Ayrıca Basu (1983), çalışmasında firma büyüklüğü kontrol edilerek analiz tekrarlandığında sonucun değişmediği görülmüştür.

Lakonishok ve diğerleri (1994), NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören hisse senetleri için Nisan 1963 – Nisan 1990 dönemine ait F/K, F/NA ve P/D oranı etkilerini araştırmışlardır. Araştırmada K/F oranı büyüklüğüne göre hisse senetleri için on portföy oluşturularak beş yıl boyunca portföy getirileri hesaplanmıştır. Sonuç olarak yüksek K/F oranına sahip hisse senetlerinin getirilerinin daha yüksek olduğu ve K/F oranı düştükçe getirilerin azaldığı tespit edilmiştir. En yüksek K/F oranına sahip portföyün ortalama getirisi %19 olurken en düşük K/F oranına sahip portföyün ortalama getirisi ise %11,4 olarak bulunmuş olup arada %7,6'lık bir fark oluşmuştur.

Bourgeois ve Lussier (1994), Kanada borsasında (TSE) F/K oranı ve firma büyüklüğü 1972 – 1988 dönemine ait F/K oranının hisse getirisi üzerindeki etkisini araştırmak için negatif F/K oranlı hisseleri bir portföyde toplamak üzere toplam 6 portföy oluşturmuşlar ve bu portföyleri her Ocak ayında önceki yılın Aralık ayı verilerine göre gözden geçirmişlerdir. Sonuç olarak negatif F/K oranlı portföy ve en yüksek F/K oranına sahip portföy getirisinin en düşük, en küçük F/K oranına sahip portföyün ise en yüksek getiri sağladığını tespit etmişlerdir. Aynı zamanda negatif F/K oranlı portföy ve en yüksek F/K oranına sahip portföy dışında kalan portföylerin getirisinin TSE-300 endeks getirisinden daha yüksek olduğunu bulmuşlardır.

Patel (2000), 22 hisse senetleri piyasasında yaptığı çalışmasında düşük F/K oranlı hisse senetlerinin 22 piyasanın 16'sında yerel endekslerden daha iyi performans gösterdiğini bulgulamıştır.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Karan (1996), Nisan 1989 – Mart 1995 dönemine ait İMKB için yaptığı çalışmasında temel bir çalışma olan Basu'nun yöntemini izlemiştir. Sonuç olarak F/K oranı etkisinin İMKB içinde geçerli



olduğu ve düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine uzun vadeli yatırım yapılarak yüksek F/K oranlı hisse senetlerinden daha fazla getiri elde edilebileceği sonucuna varmıştır.

Baştürk (2004), 01.01.1995 - 21.12.2000 dönemini kapsayan çalışmada, firma büyüklüğü ve sistematik risk (beta) değerleri kontrol edildikten sonra F/K oranlarına göre oluşturulan portföylerde düşük F/K oranı lehine karar verilmesini sağlayacak belirgin bulgulara rastlanamamıştır.

Öztürkatalay (2005), 1 Temmuz 1989 - 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmasında, kesitsel regresyon analizinde hem ana hem de alt dönemler de pozitif K/F oranı etkisi tespit edilememiş ancak negatif K/F oranı ile aylık getiriler arasında 3 alt dönem için anlamlı bir ilişki varlığı bulunmuştur. Zaman serisi regresyon analizi sonuçlarına göre de pozitif K/F oranı etkisi tespit edilememiştir.

#### **4.2.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri (P/D) Oranı Etkisi**

Piyasa değeri / Defter değeri (P/D) oranı bir şirketin hisse fiyatının hisse başına düşen özsermaye tutarına bölünmesiyle elde edilir. P/D oranı etkisi; düşük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığını ifade etmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Lakonishok ve diğerleri (1994), NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören hisse senetleri için Nisan 1963 – Nisan 1990 dönemine ait yaptıkları çalışmalarında, oluşturdukları 10 portföyün 5 yıllık süre boyunca portföy getirilerini hesaplamışlardır. Sonuç olarak P/D oranı yükseldikçe getiri azalmakta ve en düşük P/D oranına sahip hisse senedi %19,8 en yüksek P/D oranına sahip hisse senedi ise %9,3 getiri sağlamakta aradaki getiri farkı ise %10,5 olarak oluşmaktadır.

Rouwenhorst (1999), gelişmekte olan 20 borsaya yönelik olarak 1987–1997 dönemini kapsayan çalışmalarında 20 piyasadan 16'sında düşük P/D oranlı hisselerin yüksek P/D oranlı hisselerden daha iyi performans sergilediklerini bulgulamıştır. Tüm piyasalar dikkate alınarak düşük P/D oranına sahip hisse getirilerinden yüksek P/D oranlıları çıkarıldığında aylık ortalama %0,93 getiri sağlanabilmektedir.

Patel (2000), 22 hisse senetleri piyasasında yaptığı çalışmada düşük P/D oranına sahip firmaların 22 piyasadan 13'de yerel endekslerden daha yüksek getiriler sağladığını tespit etmiştir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Karan (1996b), P/D oranı etkisini ölçmek için yaptığı çalışmasında 1988–1995 döneminde yıllık bazda düşük P/D oranına sahip hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı hisselerle nazaran daha fazla getiri sağladığını tespit etmiştir.

Yıldırım (2005), 1990-2002 dönemini ele alan çalışmasında Defter değeri / Piyasa değeri (D/P) etkisi mevcut olup olmadığı özgün portföyler oluşturularak incelenmiştir. Her yılsonu yeniden oluşturulan bu portföylerin ele alınan 12 yıllık dönem sonundaki getirilerine bakıldığında İMKB'de D/P oranı etkisi mevcut çıkmıştır. Ancak, ele alınan yılları borsanın iyi ve kötü performans gösterdiği dönemler olarak ikiye ayırdığımızda bu etkinin daha çok iyi yıllarda ortaya çıktığı, başka bir ifadeyle, oluşturulan tüm farklı portföyler, piyasa düşerken hemen hemen aynı oranda düşüşler göstermekte olduğu, piyasa yükselirken ise çok farklı oranlarda getiri sağladıkları tespit edilmiştir.

Öztürkatalay (2005), 1 Temmuz 1989 - 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmasında, bu dönem için P/D oranı etkisinin İMKB'de gerçekleşmediğini tespit etmiştir.

Canbaş ve diğerleri (2008), D/P oranı etkisinin incelendiği çalışmada, yüksek D/P oranına sahip firmaların, düşük D/P oranlı firmalardan daha yüksek getiri sağladıkları bulgulanmıştır.

#### 4.2.4. Fiyat / Satış (F/S) Oranı Etkisi

Fiyat / Satış oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının son on iki aylık hisse başına net satış değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu oran da F/K oranı gibi muhasebe verilerinden kolayca hesaplanabilmekte ve benzer şekilde portföy stratejileri oluşturmakta kullanılabilir. Düşük F/S oranına dayanan portföy stratejilerini düşük F/K stratejilerine tercih edenler genellikle şu hususları ileri sürmektedirler<sup>298</sup>:

➤ Satışlar kazançlara göre muhasebe uygulamalarından daha bağımsız ve istikrarlıdır. Kazançlara göre daha kolayca tahmin edilebilirler.

➤ Firma zarar ettiği zaman bile F/S anlamlılığını korurken, F/K oranı negatif bir değer aldığından yorumlanması güçleşmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Senchack ve Martin (1987) çalışmaları neticesinde, F/S oranına dayanan portföy stratejilerinin F/K stratejilerine göre belirli bir üstünlüğünün olmadığını hatta kazanan ve kaybeden

<sup>298</sup> Karan, (2004), Age, s. 283-284

senetleri onun kadar başarı ile ayırt edemediğine işaret etmişler, ancak yinede F/S stratejisinin F/K stratejisi gibi dikkate alınması gereken iyi bir portföy oluşturma stratejisi olduğunu belirtmişlerdir<sup>299</sup>.

Suzuki (1998), 1983-1995 dönemi için Tokyo Borsası'nda F/S, F/K ve P/D etkilerini araştırdıkları çalışmalarında finans ve sigorta sektörlerini dışında bulunan 100 şirket hisse senedi verilerini kullanmışlardır. Düşük F/S oranlı hisse senetleri 13 yılın 6'sında düşük F/K ve düşük P/D oranlı hisse senetlerinden daha iyi performans sergilerken, düşük F/K ile düşük P/D oranlı hisseler ise sadece 3'er yıl diğerlerinden daha iyi performans sergilemektedirler. Çalışmada ayrıca ekonomik canlanma dönemlerinde düşük F/S oranlı hisselerin düşük F/K ve düşük P/D oranlı hisselerden daha iyi performans sergiledikleri bulgulanmıştır.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmada Öztürkatalay (2005), 1 Temmuz 1989 - 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmasında, hem kesitsel regresyon analizi hem de zaman serisi regresyon analizinde ana dönemde F/S oranı etkisini onaylanmakta ancak alt dönemlerde onaylanmamaktadır. Çalışmada ayrıca F/S oranı etkisinin firma büyüklüğü etkisi kadar güçlü olmadığı tespit edilmiştir.

#### 4.2.5. Fiyat / Nakit Akımı (F/NA) Oranı Etkisi

F/K oranına alternatif olarak düşünülen bir yöntemde Fiyat / Nakit Akımı (F/NA) yöntemidir. Nakit akımları dönem karına nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider kalemi olan amortismanların eklenmesiyle bulunur. Ülkeler arasında farklı muhasebe uygulamaları sonucu ayrılan amortisman miktarı değişebilmekte ve bunun bir sonucu olarakta dönem karı değişmektedir. Böylece dönem karı yerine nakit akımlarını kullanmak daha iyi sonuçların alınmasını sağlayabilecektir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Lakonishok ve diğerleri (1994), NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören hisse senetleri için yaptıkları çalışmalarında, düşük F/NA oranlı hisse senetlerinin yüksek F/NA oranlı hisselerden daha fazla getiri sağladığı, ortalama yıllık getirilerde en düşük F/NA portföyü %20,1 getiri sağlarken, en yüksek F/NA oranlı portföy ise %9,1 getiri sağladığı ve arada %11'lik bir getiri farkı oluştuğunu gözlemlemişlerdir. P/D, F/K ve F/NA oranına göre oluşturulmuş portföyler içinde en iyi performansı F/NA oranına göre oluşturulmuş portföyler sağlamıştır.

<sup>299</sup> Karan, (2004), Age, s. 284.

Lau ve diğerleri (2002), 1988-1996 dönemi için Singapur ve Malezya hisse senedi piyasalarında yapmış oldukları çalışmalarında, F/NA oranı ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu ve böylece bu piyasalarda da düşük F/NA oranlı hisselerin daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

Öztürkatalay (2005), 1 Temmuz 1989 - 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmada, hem kesitsel regresyon analizi hem de zaman serisi regresyon analizinde bu etkiyi destekler nitelikte bulgulara ulaşamamıştır.

### 4.3. FİYAT ANOMALİLERİ

Son yıllarda menkul kıymet getirileriyle ilgili delillerin bütünü, menkul kıymetlerin rasyonel olarak kamuya açıklanmış tüm mevcut bilgileri yansıtmakta olduğunu savunan geleneksel görüşle keskin bir mücadele olarak sunulmaktadır. Gözlemlenen anomalilerin en yaygın olanları aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir<sup>300</sup>;

1. Kısa dönem momentum (kısa dönem hisse senedi getirilerinde pozitif otokorelasyon -tek bir hisse veya tüm piyasa için-),
2. Uzun dönem trend dönüşümü (uzun dönem hisse senedi getirilerinde negatif otokorelasyon),
3. Finansal varlık fiyatlarının volatilitésinin nakit akışlarının volatilitésine göre aşırı yüksek olması,
4. Bazı şirket haberlerinin ilan edildiği günkü fiyat hareketinin müteakip dönemde trende dönüşmesi,
5. Kar açıklamalarını müteakip kar sürprizi ile aynı yönde trend oluşması, fakat uzun vadede bu trendin tersine dönmesi.

Yukarıdaki sınıflandırma incelendiğinde, yatırımcıların piyasaya ulaşan bilgilere düşük tepki veya aşırı tepki gösterebilmekte oldukları ancak takip eden dönemde bu durumun tersine döndüğü anlaşılmaktadır. Rasyonel yatırımcılar sayesinde temel değerinden uzaklaşan menkul kıymetler er geç temel değerlerine döneceklerdir. Bu durumda yatırımcılar hiç ekstra risk almadan ters yönlü yatırım stratejileri (contrarian investment strateji-es) olarak ifade edilen kaybedenleri satın alarak kazananları satarak yüksek getiriler elde edebilmektedirler.

Barberis ve diğerleri, düşük tepkiyi muhafazakarlık eğilimi ile, aşırı tepkiyi de temsiliyet eğilimi ile açıklamaktadır. Modellerinde, şirket karları (Model hisse bazında bir anomaliyi açıklamak üzere dizayn edildiğinden, yatırımcıların karar verirken dikkate

<sup>300</sup> Daniel ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler, 2005, s. 460.

aldığı değişken olarak şirket karları alınmıştır. Aynı argüman hisse senedi fiyatlarını belirleyen her faktöre uyarlanabilir.) aslında *rassal yürüyüş hipotezine* uygun bir zaman serisi karakteri taşımakta, fakat yatırımcılar bu iki algı yanılmasının bir sonucu olarak aynı yönde ardarda sürpriz yapan şirket karlarının ilk başlarda ortalamaya dönme eğilimi göstereceğine, bir süre sonra ise trende girdiğine inanmaktadır. Yatırımcıların kafasındaki bu değişmeli rejim algılaması (regime switching process) bir Markov süreci olarak modellenmiştir. Düşük tepki, yatırımcılar karlarda bir yönde değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine inandıklarında; aşırı tepki ise ardarda bir kaç aynı yönde sürprizden sonra bir trend başladığına inandıklarında oluşmaktadır<sup>301</sup>.

Her ne kadar ilk bakışta aşırı tepki ve düşük tepki kavramlarının birbirlerine zıt teoriler olduğu kanısı uyansa da, iki teori gerçekte birbirleriyle çelişki içinde değildir. Hisse senedi fiyatlarının aşırı veya düşük tepki göstermesi, büyük ölçüde hisse senedi fiyatlarının incelendiği dönemin uzunluğuna bağlı olmaktadır. Farklı süreler kullanılarak gerçekleştirilen çok sayıda çalışma, aşırı tepki büyük ölçüde bir aydan kısa veya bir yıldan daha uzun sürelerde gözlemlendiğini ortaya koymuştur. Üç ve on iki ay arası süreler için yapılan gözlemler ise, hisse senetlerinin aşırı tepki değil düşük tepki gösterdiği sonucunu vermiştir<sup>302</sup>.

#### 4.3.1. Aşırı Tepki Anomalisi

De Bondt ve Thaler (1985, 1987)'a göre yatırımcılar tecrübesizliklerinden dolayı yeni haberlere eski haberlerden daha çok ilgi göstermektedirler. Yine De Bondt ve Thaler'ın yaptıkları başka bir çalışmada (1990) ise sadece tecrübesiz yatırımcılar değil aynı zamanda profesyonel yatırımcıların da yeni bilgiye eski bilgiden daha çok değer verdikleri ifade edilmektedir<sup>303</sup>. Bu durumun bir sonucu olarak yatırımcılar yeni haberlere aşırı tepki göstermekte, bu yeni haber etkisi ile aşırı iyimserlik ya da kötümserliğe kapılmakta, böylece, fiyatlar temel değerlerinden ya çok yükselmekte ya da çok düşmektedir. Bu aşırı tepkiyle, aşırı yükselen ya da düşen fiyatlar bir sonraki dönemlerde ters yönlü hareket ederek düzelmektedir. Yani geçmişte fiyatı çok düşen - kaybeden- (artan-kazanan) hisse senetlerinin değeri gelecekte fiyatların ters hareketi ile artacak (azalacak) ve getirileri yüksek (düşük) olacaktır<sup>304</sup>. Aşırı tepki anomalisinde hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı

<sup>301</sup> Ülkü, Age, s. 106-107.

<sup>302</sup> Shefrin, Age, s. 85.

<sup>303</sup> Şerafettin Sevim ve diğerleri, "Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, IX (35), s. 25-26.

<sup>304</sup> Durukan, Age., s.137.

bir şekilde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye neden olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip senetlerin, yüksek değerlenmesine (değerinden fazla fiyata gelmesine) neden olmakta, takip eden yıllarda ise ortalama karın düşmesine yol açmaktadır<sup>305</sup>.

Aşırı tepki durumunu aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz<sup>306</sup>:

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

Burada  $j$  en az bir ve muhtemelen daha yüksektir. Yukarıda formülden çıkarılacak fikir oldukça basittir. Yatırımcı hisse senetleri ile ilgili arka arkaya yapılan olumlu duyurular karşısında, hisse senetlerine oldukça iyimser bakmaya başlıyor ve gelecekteki haberlerin de aynı şekilde iyi olacağını düşünüyor. Bunun sonucu olarak da söz konusu hisse senetlerine aşırı tepki gösteriyor ve hisse senetlerine oldukça yüksek fiyatlar ödüyor. Zaman içinde, gerçekleşen olaylar ve bunun sonucu açıklanan haberlerle yatırımcının iyimserliği zıtlık göstermeye başlayınca, hisse senetlerinin getirilerinde de bir azalma oluyor. Yani hisse senetlerinin getirilerinin düşmesine sebep oluyor.

De Bondt ve Thaler (1985)'e göre; eğer hisse senedi fiyatları sistematik bir şekilde aşırı değerleniyorsa, hisse senedi getirileri, kazançlar gibi hiçbir muhasebe verisini kullanmadan, geçmiş getiri davranışlarıyla tahmin edilebilir. Bu durumda iki hipotez önerilmektedir<sup>307</sup>:

1. Hisse senedi fiyatlarındaki aşırı hareketleri, sonraki dönemde ters yönlü fiyat hareketleri izleyecektir.

2. Önceki fiyat hareketi ne kadar aşırı olursa, sonraki harekette, ters yönde, o kadar büyük olacaktır.

Her iki hipotez zayıf formda piyasa etkinliğinin ihlali anlamındadır.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; De Bondt ve Thaler (1985), NYSE'de işlem gören genel hisse senetlerinin aylık verilerini kullanarak Ocak 1926 ve Aralık 1982 yılları arasını kapsayan dönem için çalışmalarını yapmışlardır. 36 aylık dönemler için en kötü performans gösteren 35 (veya 50) hisse senedi ve en iyi performans gösteren 35 (veya 50) hisse senedinden portföyler oluşturmuşlardır. İlk 36 aylık dönemde kaybeden hisse senetleri, ikinci 36 aylık dönemde pazardan %19,6 daha fazla kazanırken; ilk dönemde kazanan hisse senedi portföyleri, ikinci dönemde

<sup>305</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 423.

<sup>306</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 428-429.

<sup>307</sup> Werner F. M. De Bondt ve Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, XL (3) 1985, s. 795.

pazardan %5 daha az kazanmıştır. Böylece oluşturulan iki portföy arasındaki kümülatif getiri farkı %24,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar, 36 aylık dönemde kazanan ve kaybeden hisse senetlerinin performanslarının, izleyen 36 aylık dönemde tersine döndüğünü göstermektedir. Yön değiştirmeler genellikle ocak ayında gerçekleşmekte olduğu çalışmada tespit edilmiş olup bu durum vergi etkisine bağlanmaktadır.

Howe (1986), ABD hisse senetleri için 1963-1981 döneminde haftalık verileri kullanarak yaptığı çalışmada; iyi haberlerin firmaların sistematik risklerini etkilemediğini, ancak kötü haberlerin sistematik risk üzerinde artırıcı bir etki yaptığını tespit etmiştir. Aşırı tepki anomalisine uygun olarak, iyi haberleri yüksek pozitif getirilerin izlediği ve izleyen dönemde ise getirilerin piyasa genelinden daha düşük seyrettiğini belirlemiştir. Benzer biçimde, kötü olayları büyük negatif getirilerin izlediği ve bir dönem sonra getirilerin tekrar yükselerek normal seviyesini aştığını belirlenmiştir. Genel olarak, aşırı tepkinin boyutunun ekonomik bakımdan anlamlı olduğu ve buna bağlı olarak kar sağlanabilecek bir araç olabileceği sonucu elde edilmiştir.

De Bondt ve Thaler (1987), aşırı tepki anomalisiyle ilgili olarak yaptıkları ikinci bir çalışma ile hisse senedi piyasalarında mevsimsellik, şirket büyüklüğü ve risk düzeyinde değişim gibi faktörlerin aşırı tepki anomalisiyle ilişkisini incelemiştir. Bu çalışmada De Bondt ve Thaler (1985) çalışmasına benzer olarak aylık verileri kullanarak 1926-1982 yılları arasını kapsayan dönem için yapılmıştır. Çalışmada beşer yıllık dönemler için kazanan ve kaybeden hisse senetlerinden 250 kazanan hisse senetleri portföyü ve 250 kaybeden hisse senetleri portföyü olmak üzere toplam 500 portföy oluşturulmuştur. Çalışma sonuçlarına göre; Ocak ayı ve şirket büyüklüğü etkilerinin aşırı tepki üzerinde etkisi bulunmaktadır. Ancak bu etki aşırı tepki anomalisinin reddine neden olacak düzeyde değildir.

Zarowin (1989) Amerikan piyasasında, 1971-1981 yıllarına ilişkin verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, hisse senedi getirilerinde arka arkaya kötü getiriler elde eden firmaların hisse senetlerinin daha sonraki yıllarda iyi getiri sağlayan firmalar haline dönüştüğünü tespit etmiştir.

Chopra ve diğerleri (1992), 1926'dan 1986'ya kadar NYSE'de işlem gören hisse senetlerinin aylık verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, yıllık getiri aralıklarını kullandığında aşırı kaybedenlerin aşırı kazananlardan yılda %6,5 civarında daha iyi performans gösterdiği, aylık getiri aralıkları kullandığında ise bu aralığın %9,5'e kadar arttığını tespit etmişlerdir. Böylece bu çalışma ile aşırı tepki anomalisinin

tam olarak firma büyüklüğünün bir manifestosu olmadığı ortaya konulmuştur. Aynı zamanda bu çalışma sonucunda, beta etkileri ve büyüklük etkileri düzeltildikten sonra yapılan analizlerde aşırı kaybedenlerin aşırı kazananlardan yılda %9,7 civarında daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Yukarıda verilen çalışmaların sonuçlarına paralel olarak; Alonso ve Robio (1990) bu etkiyi İspanya borsasında, Gunaratne ve Yonesawa (1997) Tokyo borsasında, Domain ve diğerleri (1998) Amerikan hisse senedi piyasasında, Baytaş ve Cakıcı (1999) Kanada, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya borsalarında, Mun ve diğerleri (1999) bu etkiyi Fransa ve Almanya borsalarında, Nam ve diğerleri (2002), Amerikan hisse senedi piyasalarında uzun vadede aşırı tepki anomalisini test etmiş ve bu etkinin varlığına dair bulgulara ulaşmışlardır.

Literatürde uzun vadede aşırı tepki anomalisini test edip aksi yönde bulgulara ulaşan çalışmalarda bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları; Zarowin (1989b) aşırı tepki anomalisini uzun vadede test etmiş fakat bu etkiyi tespit edememiştir. Zarowin'e göre getiriler arasındaki fark Ocak ayı ve büyüklük etkisinden kaynaklanmaktadır. Pettengill ve Jordan (1990) çalışmalarında Amerikan hisse senedi piyasalarında bu etkinin Ocak ayı etkisinden kaynaklandığını belirtmektedir. Kryzanowski ve Zhang (1992) bu etkiyi Kanada Toronto borsası için yaptıkları çalışmalarında gözlemleyememişlerdir. Conrad ve Kaul (1993) bu etkiye rastlamazken, De Bondt ve Thaler (1985, 1987)'in ölçüm hatası yaptığını ve Ocak ayı getirilerini önemli ölçüde yüksek olduğunu belirtmektedirler. Ball ve diğerleri (1995), De Bondt ve Thaler (1985, 1987)'in bulduğu kazandıran ve kaybettiren portföy arasındaki getiri farkını mikro yapı ve portföy performanslarının ölçülmesindeki sorunlara bağlamaktadırlar<sup>308</sup>.

Kısa vadede aşırı tepki anomalisini test eden ve bu etkinin varlığına dair bulgulara ulaşan çalışmalar; Rosenberg ve diğerlerinin (1985) yapmış oldukları çalışmalarında, bir önceki ay kaybettiren hisse senetlerini almanın kazandıranları satmanın önemli oranlarda kazançlara sebep olduğunu tespit etmişlerdir. Bu etkiyi 1 aylık zaman dilimleri için araştıran bir çalışmada Zarowin (1989a) tarafından yapılmıştır. Zarowin (1989a)'e göre kısa vadeli aşırı tepki anomalisi, büyüklük etkisi, Ocak ayı etkisi, Fiyat/Kazanç Etkisi gibi giderek büyüyen anomali listesine eklenebilir. Jegadeesh (1990) aşırı tepki anomalisini aylık olarak test etmiştir. Bu çalışmanın bulguları hisse senetlerinin izlenebilir bir trend gösterdiğini ve hisse senetlerini rassal

<sup>308</sup> Sevim ve diğerleri, Agm, s. 29.



yürüyüş izlemediğini güçlü bir şekilde ortaya koymaktadır. Aşırı tepki anomalisini kısa vadede test eden bir başka çalışma Atkins ve Dyl (1990) tarafından yapılmıştır. Bu etki günlük test edilmiş ve portföy oluşturulduktan sonraki gün her iki portföyün getiri davranışları incelenmiş ve aşırı tepki anomalisini destekler sonuçlara ulaşılmıştır. Jegadeesh ve Titman (1993) geçmiş dönemde kaybettirenleri alarak, kazandıranları satarak uygulanacak bir işlem stratejisiyle önemli derecede normal üstü getiri elde edilebileceğini ortaya koymaktadırlar. Jegadeesh ve Titman (1993) 1965-1989 dönemini ele aldıkları çalışmalarında portföy oluşturma zamanını 6 ay olarak belirlemişlerdir. Kazandıran ve kaybettiren portföy arasındaki getiri farkı %12,01 bulunmuştur. Bowman ve Iverson (1998) aşırı tepki anomalisini Yeni Zelanda hisse senedi borsası için araştırmışlardır. Bir önceki hafta getirilerine göre oluşturulan portföylerin sonraki haftadaki getiri davranışları incelenmiştir. Bowman ve Iverson (1998) bu sonuçlara risk, büyüklük ve mevsimsel etkilerin katkısı olduğunu belirtmektedirler ama aşırı tepki etkisi daha baskın çıkmaktadır. Yani bu çalışmada ulaşılan sonuçlar, risk, küçük firma etkisi, Ocak ayı etkisi gibi etkilerle açıklanamamaktadır. Fung ve diğerleri (2000) Amerika ve Hong Kong borsaları için aşırı tepki anomalisini günlük bazda test etmişlerdir. Bu çalışmanın bulgularına göre fiyat değişimleri önceki dönemle bağlantılıdır ve aşırı tepki anomalisini destekler niteliktedir. Bu çalışmayla, aşırı tepki anomalisinin uluslararası bir olgu olduğunu ve yatırımcıların akılcı davranmadığı bildirilmektedir. Huang ve diğerleri (2001) aşırı tepki anomalisini Tayvan hisse senedi piyasasında günlük olarak test etmişlerdir. 1990-1996 döneminin verileri kullanılan bu çalışmada aşırı tepki anomalisini destekler bulgulara ulaşılmıştır. Kang ve diğerleri (2002), Çin hisse senedi piyasasında 1993-2000 dönemi verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında aşırı tepki anomalisini tespit etmişlerdir. Araştırmacılar bulgularının piyasa riski ve firma büyüklüğü etkisinden daha güçlü bir etki olduğu sonucuna ulaşmışlardır<sup>309</sup>.

Kısa vadede aşırı tepki verme anomalisini test eden ve aksi yönde bulgulara ulaşılan diğer çalışmalar; Gaunt (2000) aşırı tepki anomalisini Avustralya hisse senedi piyasası için 1974-1997 döneminin aylık verileri kullanılarak risk, büyüklük ve diğer faktörler göz önünde bulundurulmadan araştırılan etki, Amerika hisse senedi piyasasında De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılan çalışmanın aksine, Avustralya hisse senedi piyasasında görülmemiştir. Gaunt Amerikan hisse senedi

<sup>309</sup> Sevim ve diğerleri, Agm, s. 29-30.

piyasalarında görülen bu etkinin Avustralya da görülmemesinin bu çalışmada kullanılan farklı dönemden kaynaklanabileceğini belirtmektedir<sup>310</sup>.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Ülkü (2001), Ekim 1989-Eylül 2000 dönemi için İMKB-100 endeksine ilişkin aylık getirileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, söz konusu dönemde İMKB'de aşırı tepki anomalisinin varlığını tespit etmiştir.

Durukan (2004), İMKB'de 1988-2003 yıllarına ilişkin aylık verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, aşırı tepki anomalisini destekler sonuçlara ulaşmıştır. Ayrıca bu çalışmada kaybeden portföyündeki getiri artışı ve fiyat dönüşümünün kazanan portföyüne göre daha fazla olduğu saptanmıştır. Söz konusu bu davranışın nedeni, yatırımcının kötü habere iyi habere göre daha fazla aşırı tepki vermesi ve kaybetme korkusu ile hisse senetlerini elinden çıkarması davranışı ile açıklanmıştır.

Barak (2005) çalışmasında 1992-2004 yılları arasında düzenli olarak faaliyet gösteren ve analiz için verilerinde sorun olmayan tüm işletmeler (80 işletme) analiz edilmiştir. İMKB'de aşırı tepki anomalisini ölçmek amacı ile, 3 ve 5'er yıllık dönemlerle, kazanan-kaybettiren portföyleri oluşturulmuş ve bu portföylerin takip eden 3 ve 5 yıldaki getiri performansı gözlemlenmiştir. Uzun dönem anormal getiri hesaplamaları ve ulaşılan bulgular İMKB'de aşırı tepki anomalisinin varlığını kanıtlamıştır. Hem 3'er yıllık hem de 5'er yıllık dönemlerle kazanan ve kaybettiren portföylerini oluşturan hisse senetlerinin takip eden 3 ve 5 yılda, kazananların daha az kazandırdığı yada kaybettirdiği, kaybettiren hisse senetlerinin ise kazandırdığı yada daha az kaybettirdiği gözlemlenmiştir. Üç yıldaki test dönemi (8 farklı portföyün) ortalama getirileri 3 yıl boyunca kaybettiren hisse senetlerinin takip eden 3 yıllık dönemde, portföy oluşturma döneminde en çok kazandıran hisse senetlerinden oluşan portföye oranla, yatırımcısına, kümülatif olarak aylık ortalama %3,903 piyasa ortalamasının da üzerinde daha fazla getiri getirdiği bulgulanmıştır. 3 yıllık kazanan kaybettiren portföyleri şeklinde yapılan analizde, kaybeden portföylerinin getirisine kıyasla, kazanan portföylerinin test dönemi getirileri daha düşük gözlemlenmiştir. Başka bir deyişle, portföy oluşturma dönemini takip eden 3 yıllık test döneminde tüm kaybeden portföyleri piyasaya oranla, yatırımcıya kümülatif olarak ortalama %5,248 daha fazla getiri sağlamaktadır. 3 yıl boyunca en çok kazanan (kazandıran) portföylerin takip eden 3 yıldaki piyasa getirisi üzerindeki ortalama getirileri (anormal getirileri),

---

<sup>310</sup> Sevim ve diğerleri, Agm, s. 30.

kümülatif olarak %1,344'dür. Beşer yıllık portföy oluşturma dönemine göre, kazanan kaybeden portföylerinin takip eden beş yıldaki test dönemi (4 farklı portföyün) ortalama getirileri analiz edilmiş ve 5 yıl boyunca kaybettiren hisse senetlerinin takip eden 5 yıllık dönemde, portföy oluşturma döneminde en çok kazandıran hisse senetlerinden oluşan portföye oranla, kümülatif olarak ortalama %6,32 yatırımcısına piyasa ortalamasının da üzerinde daha fazla getiri sağladığı bulgulanmıştır. 3 yıllık portföy dönemi analizi sonuçlarına benzer şekilde, kaybeden portföylerinin getirisine kıyasla, kazanan portföylerinin takip eden 5 yıldaki ortalama getirisi çok daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca 3 yıllık portföylerde olduğu gibi 5 yıllık portföylerde de, kaybeden portföylerinin aşırı tepki etkisi, kazanan portföylerine göre daha yüksektir. Aynı zamanda elde edilen bulgular, hisse senedi piyasasında çeşitli yatırım stratejileri (uzun dönem zıtlık stratejileri) yoluyla piyasa ortalamasının üzerinde bir getiri elde etmenin mümkün olduğunu ortaya koymuştur.

Sevim ve diğerleri (2006) çalışmalarında, 29 Ocak 1988 - 31 Aralık 2002 tarihleri arasındaki dönemi incelemişlerdir. Söz konusu dönem, 36 aydan oluşan 4 periyodu kapsamaktadır. 1. periyoda dahil veriler 29 Ocak 1988 ile 31 Aralık 1993 tarihleri arasını, 2. periyoda dahil veriler 31 Ocak 1991 ile 27 Aralık 1996 tarihleri arasını, 3. periyoda dahil veriler 31 Ocak 1994 ile 28 Aralık 1999 tarihleri arasını, 4. periyoda dahil veriler 31 Ocak 1997 ile 31 Aralık 2002 tarihleri arasını kapsamaktadır. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre; kazandıran portföy piyasanın altında %50,57 oranında daha az getiri sağlarken, kaybettiren portföy piyasanın üzerinde %66,11 daha fazla getiri sağlamıştır. Bu çalışmada aşırı tepki anomalisinin öngördüğü işlem stratejisi izlenerek elde edilen bulgular İMKB'nin zayıf formda etkin bir piyasa olmadığı sonucunu ortaya koymuştur. Söz konusu etkinin, Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal krizleri içeren 4. periyodunda, daha da belirginleştiği görülmektedir.

Yücel ve Taşkın (2007), Aralık 1991 - Aralık 2005 dönemi için yapılan çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analizlerde tüm portföy oluşturma ve takip dönemleri için elde edilen sonuçlar aşırı tepki anomalisini destekler yönde fiyat dönüşümlerinin varlığına işaret etmekte ve bu bulgular İMKB'nin zayıf formda etkin olmadığı sonucunu vermektedir. 1 yıllık, 2 yıllık ve 3 yıllık portföy oluşturma ve takip dönemleri içinde arbitraj portföyünün, zıtlık stratejileri kullanılarak önemli kar sağlanabileceği bulunmuştur. 3 yıllık analiz dışında, kazanan portföyünün getirilerinin

mutlak değeri, kaybeden portföyünün getirilerinden yüksek olduğu ve bu durumun De Bont ve Thaler'in bulgularının tersi bir durum olduğu sonucuna varılmıştır.

#### 4.3.2. Düşük Tepki Anomalisi

Chopra ve diğerleri (1992), düşük tepkiyi yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi şeklinde açıklamışlardır. Yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi, geçmişte kazanan (kaybeden) hisse senetlerinin gelecekte de kazanmaya (kaybetmeye) devam etmesine neden olmaktadır. Dolayısı ile kazananların alınması ve kaybedenlerin satılması ile oluşturulacak portföy stratejisi kısa vadede yüksek getiri sağlayacaktır<sup>311</sup>. Düşük tepki bulguları, yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi ya da haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durumda, yeni haberler fiyatlara yavaş etki etmekte ve olumlu bir otokorelasyon oluşmaktadır<sup>312</sup>.

Düşük tepkiye ilişkin çalışma sonuçlarını sunmadan önce, yeni haberlere verilen düşük tepki ile neyin ifade edilmeye çalışıldığını açıklayalım. Farz edelim ki, yatırımcılar herhangi bir zaman periyodunda belirli bir şirket hakkında haberler alıyorlar. Biz t periyodundaki alınan haberleri  $z_t$  olarak ifade edelim. Bu haberler kimi zaman iyi  $z_t = G$ , ya da kimi zaman kötü  $z_t = B$  olabilir. Düşük tepkiyle kastettiğimiz, aşağıda gösterilen periyotta iyi haberler ilan edildiğinde şirket hissesi üzerindeki ortalama kazanç kötü haberler ilan edildiğinden daha yüksek olmasıdır:

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

Başka bir deyişle, hisse senedi fiyatları piyasadaki iyi haberlere (duyurulara) düşük tepki veriyor, bu hata takip eden dönemde düzeltiliyor ancak bu zamanda yatırımcılar daha yüksek getiri elde ediyorlar<sup>313</sup>. Bu aşırı getirinin sebebi iyi haberlere sonradan verilen aşırı tepkidir.

Pozitif kısa dönem otokorelasyon genel olarak yetersiz tepkinin bir belirtisi şeklinde yorumlanmaktadır. Fakat bu her zaman böyle değildir; Daniel ve diğerleri, pozitif kısa dönem otokorelasyonun uzun süre devam eden aşırı tepki sonucu da görülebileceğini savunmaktadırlar<sup>314</sup>.

<sup>311</sup> Banu Durukan, "Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar", *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu*, İstanbul 2004, s. 137.

<sup>312</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 423.

<sup>313</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 426.

<sup>314</sup> Ülkü, Agm, s. 120.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Ball ve Brown (1968) tarafından ilk kez hisse senedi piyasalarında düşük tepkinin varlığı ortaya konulmuştur. Ball ve Brown (1968) 1957-1966 yılları arasında belirledikleri kriterlere uyan 261 ABD hisse senedi üzerinde yaptıkları çalışmada hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar devam ettiğini belirlemiştir.

Cutler ve diğerleri (1991), farklı piyasalarda, çeşitli endekslere ilişkin olarak yapmış oldukları testlerde, beklenen getirinin bir periyottan diğerine pozitif olarak otokorelasyonlu olduğunu bulmuşlardır. Bu çalışmada, 1960-1988 yılları arasındaki, hisse senetlerinin, bonoların ve yabancı paritelerin getirileri incelenmiş ve genellikle (her zaman aynı olmayan) bir ay ile bir yıla kadar olan zaman diliminde, getiriler arasında pozitif otokorelasyon bulunmuştur. Örneğin bir aylık dönemde hisse senetlerine ilişkin, bu otokorelasyonun tüm dünyadaki getiri fazlalığı yaklaşık 0,1 ve bonoların getiri fazlalığı ise yaklaşık olarak 0,2 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu bu bulgular istatistiksel olarak önemlidir ve düşük tepki anomalisi ile de uyumludur. Bu uyumluluk hisse senetleri fiyatlarının birbirini takip eden yavaş ve detaylı bilgi içermesi ve bu bilgilerin getiriler üzerindeki kısa süreli etkilerini kapsamaktadır<sup>315</sup>.

Abarbanell ve Bernard (1992), 1976-1986 dönemi için 178 firmaya 44 üç aylık periyotlarda düşük tepki anomalisini test etmişlerdir. Çalışmanın en önemli sonucu, gerek hisse senedi fiyatlarının ve gerekse piyasa analistlerinin kazanç açıklamalarına gecikmeli yanıt verdiği, başka bir ifadeyle düşük tepki gösterdikleridir. Ancak söz konusu gecikme, analistler ve hisse senedi fiyatları için eşit olmayıp, hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına yanıt vermesi analistlerin yanıt vermesinden daha uzun bir zaman almaktadır. Çalışmada gecikme sürelerindeki bu fark iki nedene bağlanmıştır. Birincisi, işlem maliyetlerinin yatırımcıların hızlı işlem yapmasını önlemesi ve ikincisi yatırımcıların sadece kazanç açıklamalarını değil analistlerin raporlarını da inceleyerek işlem yapmasıdır.

Chan ve diğerleri (1996), hisse senetlerini son altı aylık getirilerine göre 10 ayı dilime ayırarak incelemiştir. Araştırma sonucunda, müteakip altı aylık dönemde 1. ve 10. dilimin getirileri arasındaki fark ortalama %8,8 olarak hesaplanmıştır. Bu bulgu hisse senedi piyasasında getiri momentumu olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu

<sup>315</sup> Barberis ve diğerleri, Age, İçinde; Editör: Richard H. Thaler (2005), s. 426.

çalışmada, hisse senetleri, beklenen kardan standardize edilmiş farklar, kar açıklamaları dönemindeki normal dışı getiriler ve analistlerin tahminlerindeki revizyonlar olmak üzere üç değişik şekilde ölçülen kar sürprizine göre sıralanmış; 1. dilimle 10. dilimin müteakip altı aylık getirileri arasındaki farkı ortalama %7,7 olarak bulunmuştur. Bu bulgu da hisse senedi piyasasında kazanç momentumu (earnings momentum) olduğunu göstermektedir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Ülkü (2001), Ekim 1999-Eylül 2000 dönemi için yaptığı çalışmada, hisse senetleri fiyatındaki 1 ve 2 haftalık otokorelasyonun önemsiz derecede, 3, 4 ve 6 haftalık otokorelasyonun ise önemli derecede pozitif olduğunu tespit etmiştir. Yapılan çalışmada, otokorelasyonun büyüklüğü ve istatistiki anlamlılık derecesi 4 haftalık gecikme değerinde tepe noktasına ulaştığı bulgulanmıştır. Bu durum, Chan ve diğerleri (2000)'nin 2 ve 4 haftalık momentum stratejilerin en karlı olduğu şeklindeki bulgularıyla uyumludur.

Barak (2005) çalışmasında İMKB'de kısa dönem düşük tepki anomalisi, şirket birleşme kararları, temettü ödeme kararları, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı kararları temelinde araştırılmıştır. Şirket birleşme kararlarının öncesinde gözlemlenen 3 ve 4 haftalık pozitif otokorelasyon kısa dönem düşük tepki anomalisini destekler niteliktedir. Bedelli sermaye artırımı kararının, sermaye artırımı tarihi (günü) dışında, hisse senedi fiyat hareketine olumlu ya da olumsuz bir etki yapmadığı görülmüştür. Temettü ödeme kararlarının hisse senedinin fiyat davranışına etkisinin analizinde temettü ödeme kararı öncesinde istatistiki olarak anlamlı düzeyde pozitif anormal getiri hareketi saptanmıştır. Temettü ödeme tarihi sonrasında ise oransal olarak çok düşük olmakla birlikte hisse senedi getirilerinde bir düşüş gözlenmiştir. Temettü ödemeleri öncesinde, kısa dönem momentum stratejilerinden yararlanılarak ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bedelsiz sermaye artırımı kararlarının hisse senetleri fiyatlarının, özellikle artırımı tarihi ve öncesinde, istatistiki olarak anlamlı düzeyde pozitif anormal getiri davranışı sergilediği saptanmıştır. Buna karşın, artırımı tarihi sonrasında ise, hisse senedi fiyatlarında negatif anormal getiri hareketi gözlemlenmiştir. Böylece genel olarak İMKB'de düşük tepki anomalilerinden faydalanılarak, piyasada ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### BİREYSEL HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARINA YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

#### 5.1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Finans bilimini incelediğimizde; Fama'nın önemli katkılarda bulunduğu *Etkin Piyasalar Hipotezi* ve Kahneman ve Tversky'nin temellerini attığı *Davranışsal Finans* ile iki önemli çığır açıldığını görmekteyiz. Etkin Piyasalar Hipotezi; etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının temel (gerçek-olması gereken) değeri yansıttığı, şayet temel değerden bir sapma olursa rasyonel arbitrajcıların alım-satımları sayesinde hisse senedi fiyatlarının yeniden temel değerine geleceğini savunur. Bu hipoteze karşı geliştirilen Davranışsal Finans ise; hisse senedi fiyatlarının temel değerlerinden bazı sapmaların olabileceği ve piyasada arbitraj sınırlı olacağı için bu sapmaların düzeltilemeyebileceğini ileri sürmektedir. Aynı zamanda Davranışsal Finans insan psikolojisini de işin içine katarak belirsizlik altında karar vermede bir takım psikolojik eğilimlerin etkisini araştırmakta ve bu konuda güçlü kanıtlar ortaya koymaktadır.

Aslında yatırımcıların rasyonel olduğu olgusu *Beklenen Fayda Teorisine* dayanmaktadır. Buna karşılık Davranışsal Finans kapsamında geliştirilmiş olan *Beklenti Teorisi* ise belirsizlik altında karar verme durumunda rasyonellikten sistematik sapmaların olduğunu ifade ederek Beklenen Fayda Teorisine çok ciddi eleştiriler geliştirmiştir. Belirlenen bu sistematik sapmalar, duruma özgü veya kişisel olmayıp yatırımcıların çoğunluğunu ilgilendirmektedir. Yatırımcılarda görülen sistematik sapmalara örnek olarak şunlar verilebilir; kazanç durumunda riskten kaçınır bir tutum, kayıp durumunda ise riski sever bir davranış sergileme, aynı sonuca çıkan farklı şekilde ifade edilmiş seçenekler karşısında tercih edilen seçeneğin değişmesi, kesin olan bir durumu kesin olmayana tercih etme ve insan zihninde, işletmelerde muhasebe sistemine benzer bir sistemin verilen kararları sistematik olarak etkilemesi.

Davranışsal Finans çalışmaları, finansal piyasalar alanındaki son gelişmeleri yansıtması ve finans ile psikoloji arasında bir köprü oluşturarak disiplinler arası bağlantı kurması bakımından son derece önemlidir. Finans ve psikoloji arasında oluşturulan bu köprü sayesinde Davranışsal Finans, gün geçtikçe yeni yapılan çalışmalarla desteklenerek gelişmiş ve halen üzerinde pek çok uygulamalı çalışma yapılarak sıcaklığı korunan güncel bir yaklaşımdır. Bilişsel psikolog olan Kahneman ve Tversky'nin çalışmaları bu alanda yapılan çalışmalara temel teşkil etmiştir. Alana

yaptığı katkılarında ötürü 2002 yılı Nobel Ekonomi ödülü Kahneman'a verilmiştir<sup>316</sup>. Kısa zaman önce verilmiş olan bu ödül Davranışsal Finans alanının güncelliğini göstermekte ve önemini perçinlemektedir.

## 5.2. ARAŞTIRMANIN AMACI, KAPSAMI VE KISITLARI

Davranışsal Finansa göre; yatırımcılar karar verme durumunda bir takım içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve bu etkiler yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları yapmalarına yol açmaktadır. Bu çalışmada yatırımcıların yatırım kararlarını verirken etkisi altında kaldıkları bazı psikolojik eğilimlerin İMKB'de yatırımları bulunan bireysel yatırımcılar için geçerli olup olmadığı araştırılmaktadır. Aynı zamanda çalışmada araştırmaya katılan yatırımcıların risk tutumları, piyasayı takip etme sıklıkları ve niçin yatırımlarını bizzat kendileri takip ettikleri gibi bir takım olgularda tespit edilmeye çalışılacaktır.

Araştırmanın kapsamını, Ek-1'de gösterildiği gibi, İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa ve Antalya olmak üzere en fazla hisse senedi yatırımcısı bulunan 5 il ile bulunduğumuz il olan Erzurum'daki bireysel hisse senedi yatırımcıları oluşturmaktadır. Bu illerdeki bireysel hisse senedi yatırımcıları Türkiye'deki bireysel hisse senedi yatırımcılarının %61'ini teşkil etmektedir.

Araştırma, belirli sayıda bireysel hisse senedi yatırımcısına yapıldığı için, elde edilen bulgular bu yatırımcılardan alınan verilerle sınırlıdır. Bununla birlikte çok karmaşık ve değişken koşullar altında bulunduğumuz dikkate alındığında yatırımcılara yönelik yapılan her araştırmada olduğu gibi bu araştırmada da zaman ve mekan yönünden kısıtlar bulunmaktadır. Araştırmanın temelinde insan unsuru olması sebebiyle, sosyal bilimlerdeki araştırmalara özgü genel kısıtlar bu araştırma için de geçerli olup, sayısal verilerin güvenilirliği, veri toplamada kullanılan anket tekniğinin özellikleriyle sınırlı bulunmaktadır.

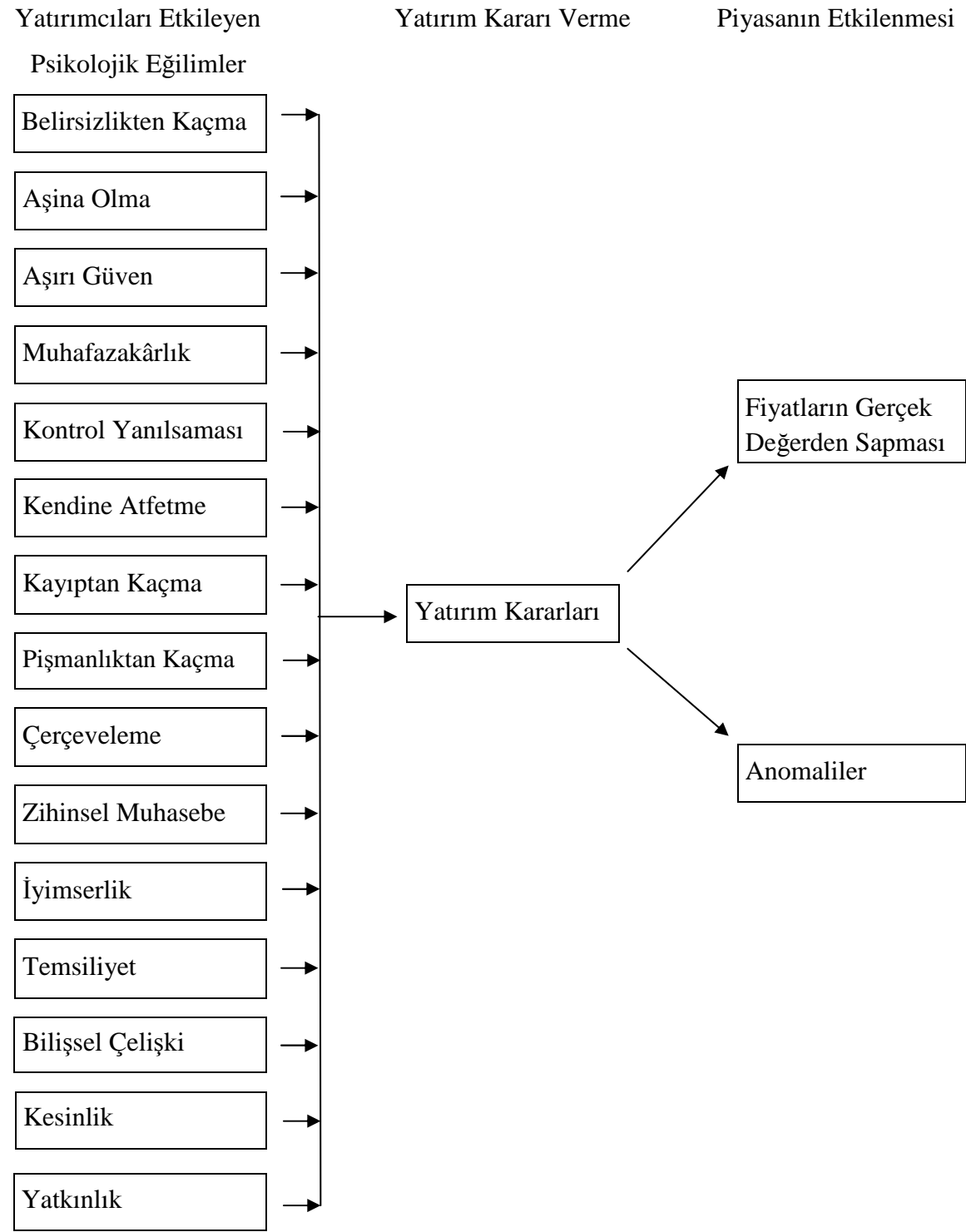
---

<sup>316</sup> Tversky 1996'da vefat etmiştir.



### 5.3. ARAŞTIRMANIN MODELİ ve HİPOTEZLERİ

Araştırmada kullanılan model Şekil 5.1’de verilmiştir.



**Şekil 5.1:** Araştırmanın Modeli

Şekil 5.1’de gösterildiği gibi, yatırımcılar yatırım kararlarını verirken bir takım psikolojik eğilimlerin etkisi altında kalabilmekte ve tamamen rasyonel davranışlar sergileyememektedir. Bu durumun sonucu olarak hisse senedi fiyatları gerçek değerden

sapabilmektedir. Aynı zamanda yatırımcıların büyük çoğunluğunun aynı yönde rasyonel olmayan davranışlar sergilemesi sonucu piyasa anomalileri oluşmaktadır.

Çalışmanın önceki bölümlerinde verilen teorik bilgiler çerçevesinde ve çalışmanın amaçları doğrultusunda aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H<sub>1</sub>: Yatırımcılar gerçekleşmesi *kesin* kabul edilen sonuçları gerçekleşmesi *muhtemel* sonuçlara oranla daha fazla tercih ederler.

H<sub>2</sub>: Yatırımcılar *kazanç* durumunda *riskten kaçınır*, *kayıp* durumunda ise *riski sever* bir tutum içinde bulunurlar.

H<sub>3</sub>: Belirli bir *referans noktasının altında* kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler *risk sever* bir tutum içine girerlerken, *referans noktasının üstünde* kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler *riskten kaçır* bir tutum sergilerler.

H<sub>4</sub>: Matematiksel olarak aynı sonuca çıkan iki alternatifli bir seçimde, alternatiflerin ifade ediliş biçimi sonucu etkilemektedir.

H<sub>5</sub>: Gelir ve kar, *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta, harcama ve maliyet ise *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulur. Dolayısıyla yatırımcılar, gelir ve kar durumunda *riskten kaçınır*, harcama ve maliyet durumunda ise *riski sever* bir tutum içinde bulunurlar.

H<sub>6</sub>: Yatırımcılar *belirsizlikten kaçma ve aşına olma eğilimleri* neticesinde bölgelerindeki yerel şirketlerin hisse senetlerini diğer şirketlerin hisse senetlerine tercih ederler.

H<sub>7</sub>: Yatırımcılar *aşına olunanı seçme ve belirsizlikten kaçma eğilimleri* neticesinde borsada sürekli olarak takip ettikleri belirli şirketlere öncelikli yatırım yaparlar.

H<sub>8</sub>: Yatırımcılar *aşırı güven eğiliminin* bir sonucu olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenirlir.

H<sub>9</sub>: Yatırımcılar *temsiliyet eğilimine* bağlı olarak iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmekte ve “iyi bir hisse senedi, iyi bir şirketin çıkardığı hisse senedidir” ihtimalini abartma eğilimine girmektedirler.

H<sub>10</sub>: Yatırımcılar *temsiliyet eğilimi* ile hisse senetlerinin geçmişteki performanslarının geleceğe ışık tutacağı düşüncesine kapılmaktadırlar.

H<sub>11</sub>: Yatırımcılar *iyimserlik eğilimiyle* yatırımlarına ve geleceğe dönük olarak iyimser düşünce ve tahminlere sahip olmaktadır.

H<sub>12</sub>: Belirli bir *kaybın* verdiği *üzüntü* aynı miktarda *kazancın* vereceği *memnuniyetten* daha büyüktür.

H<sub>13</sub>: Portföyde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.

H<sub>14</sub>: Yatırımcılar *kısa vadede* kazanan hisseleri alarak ve kaybedenleri satarak yüksek getiri elde ederler.

H<sub>15</sub>: Yatırımcılar *orta ve uzun vadede* kaybeden hisseleri alarak ve kazananları satarak yüksek getiri elde ederler.

Araştırmada verilen cevapların cinsiyete göre farklılaşma gösterip göstermediğini test etmek için oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

H<sub>16</sub>: *Cinsiyet* ile *eğitim düzeyi* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>17</sub>: *Cinsiyet* ile *hisse senedi yatırım süresi* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>18</sub>: *Cinsiyet* ile *yatırımlardaki hisse senedi oranı* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>19</sub>: *Cinsiyet* ile *hisse senedi portföyü yatırım değerleri* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>20</sub>: *Hisse senedi piyasasını yakından takip etme* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>21</sub>: *Yatırımlarda çeşitlendirme yaparak birkaç farklı araca (hisse senedi, tahvil gibi) yatırım yapma* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>22</sub>: *Çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih etme* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>23</sub>: *Yatırımları çok dikkatli ve özenle seçme* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>24</sub>: *Kaybetmekten korkma tutumu* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>25</sub>: *Kesinlik etkisi* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>26</sub>: *Yansıma etkisi* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>27</sub>: *Çerçeveleme eğilimi* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>28</sub>: *Referans Noktası* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>29</sub>: *Zihinsel muhasebe* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>30</sub>: *Bölge şirketlerine yatırım yapma* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>31</sub>: *Borsada sürekli olarak takip edilen belirli şirketlere öncelikli yatırım yapma* ile *cinsiyet* arasında bir ilişki vardır.

H<sub>32</sub>: Yatırımcıların kendi bilgilerine aşırı güvenleri ile cinsiyet arasında bir ilişki vardır.

#### 5.4. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu kısımda ana kütle, ana kütlede örneklemenin belirlenmesi, anketi hazırlarken yapılan ön çalışma, veri toplama süreci, yöntemi, aracı ve anket için yapılan güvenilirlik analizleri açıklanmıştır.

##### 5.4.1. Araştırmanın Ana Kütle ve Örneklem Süreci

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB) 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırladığı hisse senedi yatırımcı profili araştırma verilerine göre<sup>317</sup>; Türkiye'de hisse senetlerine yatırım yapmış olan toplam 996.015 kişi veya kurum bulunmaktadır. Bu sayının 984.518'ini (%98,85) yerli ve 4.942'sini (%0,50) yabancı bireysel hisse senedi yatırımcısı oluşturmakta iken, 6.555'ini (%0,65) kurumlar ve kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Bu çalışmada en çok yatırımcısı bulunan 5 il ve bulunduğumuz il ana kütle olarak belirlenmiştir. Bu durumda ana kütleimiz 598.147 bireysel hisse senedi yatırımcısıdır. Ana kütleimiz Türkiye'deki bireysel hisse senedi yatırımcılarının %61'ini oluşturmaktadır.

Verilen kararların doğruluğu ile örnek büyüklüğü arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Bu nedenle, örnek büyüklüğünün belirlenmesi araştırmalarda karşılaşılan önemli sorunlardan biridir. Gereğinden küçük bir örnek bilgi kaybına ve yanlış kararlara neden olurken, aşırı büyük bir örnekte örnekleme amacına aykırı olabilir. En uygun örnek büyüklüğü, belli bir yanılma payı bırakılarak belli bir güven düzeyi ile karar verebileceğimiz örnek büyüklüğüdür<sup>318</sup>.

Bu çalışmada örneklem büyüklüğünün belirlenmesi amacıyla;

$$n = \frac{NPQZ^2}{(N-1)d^2 + PQZ^2}$$

formülünden yararlanılmıştır<sup>319</sup>. Bu formülde;

n = Örnek kütle büyüklüğü,

N = Ana kütle hacmi,

<sup>317</sup> <http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.06.2009)

<sup>318</sup> Ercan Efe, *İstatistiksel Örnek Büyüklüğü*, T.C. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Rektörlüğü, Yayın No: 73, Ders Kitapları Yayın No: 9 (Özel Baskı), Kahramanmaraş (2000) s.3.

<sup>319</sup> Ömer Akbulut ve Necati Yıldız, *İstatistik Analizlerde Temel Formüller ve Tablolar*, Aktif Yayınevi, Erzurum (1999), s. 8.

P = Bir takım psikolojik faktörlerin hisse senedi alım-satımını etkileme ihtimali,

Q = Bir takım psikolojik faktörlerin hisse senedi alım-satımını etkilememe ihtimali (1-P),

Z =  $\%(1 - \alpha)$  düzeyinde Z test değeri,

$\alpha$  = Önem düzeyi,

d = Hata (tolerans) payını göstermektedir.

Bir takım psikolojik faktörlerin hisse senedi alım-satımını etkileme ihtimali bilinmediğinden formülde P = 0,5 ve Q = 0,5 olarak belirlenmiş, %5 önem düzeyinde %5 hata payı ile ana kütleyi temsil edecek minimum örnek büyüklüğü;

$$n = \frac{598147 (0,5)(0,5)(1,96)^2}{(598147 - 1)0,05^2 + (0,5)(0,5)(1,96)^2} \cong 384$$

olarak hesaplanmıştır.

Ancak, minimum örnek büyüklüğünün bu şekilde tespit edilmesine karşın, bazı anketlerin tutarsız ve eksik cevaplanabileceği dikkate alınarak bu çalışmada 430 anketin uygulanmasının yerinde olacağı düşünülmüştür. Araştırma yapılırken illerde uygulanacak anket sayısı illerdeki bireysel hisse senedi yatırımcı sayılarıyla orantılı olarak dağıtılmıştır.

#### 5.4.2. Ön Çalışma

Araştırma için kesin anket formu hazırlanıp veri toplamasına geçilmeden önce anket sorularının anlaşılır, amaca uygun ve istatistiki olarak uygun olup olmadığını belirlemek ve eksiklikleri gidermek amacıyla öğretim üyeleri ve hisse senedi yatırımcılarıyla görüşülerek anket ile ilgili eleştirileri ve önerileri alınmıştır. Bu öneriler ve görüşler ışığında anket üzerinde çalışmalar yapılmış ve ankete son hali verilmiştir.

#### 5.4.3. Veri Toplama Yöntem ve Aracı

Çalışmada olasılıklı örnekleme türlerinden gelişigüzel örnekleme yöntemi kullanılarak aracı kurumlar ve bankaların seans salonlarında yatırımlarını takip eden bireysel yatırımcılara hazırlanan anket uygulanmıştır. Anket çalışması 10 Eylül ile 5 Kasım 2009 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

#### 5.4.4. Anketin Güvenilirlik Analizi

Güvenilirlik; bir ölçümün hatadan bağımsız kalma derecesini ifade etmekte olup her bir ölçüm için gereklidir. Bir ölçüm aracının güvenilirliğinin hesaplanmasında birçok yöntem kullanılmakla birlikte en yaygın olarak kullanılan yöntem içsel tutarlılık yöntemidir. Çalışmada içsel tutarlılık yöntemi kullanılarak Cronbach alfa güvenilirlik ölçütü hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucunda Cronbach alfa katsayısı; anketin bütünü için 0.80 olarak bulunurken, yatırımcıların davranış sıklıklarını ölçen sorularda 0.69, anomalilerle ilgili sorularda 0.72, hipotez testi sorularında 0.71 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlara göre; anketin tümü için Cronbach alfa katsayısının 0.80-1.00 arasında olduğu için ölçek *yüksek derecede güvenilirken*, soru grupları için ise Cronbach alfa katsayısının 0.60-0.79 arasında olduğu için ölçek *oldukça güvenilirdir*<sup>320</sup>.

#### 5.5. VERİLERİN ANALİZİ

##### 5.5.1. Demografik Özellikler

Tablo 5.1: Ankete Katılan Yatırımcıların Demografik Özellikleri

Özellikler		Frekans	Yüzde	Özellikler		Frekans	Yüzde
Cinsiyet	Bayan	93	22,7	Hisse Senedi Yatırım Süresi	1 yıldan az	10	2,4
	Erkek	317	77,3		1-3 yıl	49	12
Medeni durum	Evli	301	73,4		4-6 yıl	81	19,8
	Bekar	109	26,6		7-10 yıl	94	22,9
Yaş	18-29	56	13,7		10 yıldan fazla	176	42,9
	30-39	133	32,4	Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı	% 25'in altında	36	8,8
	40-49	142	34,6		%25-49 arasında	61	14,9
	50-59	47	11,5		% 50-74 arasında	188	45,9
	60-69	18	4,4		% 75-100 arasında	125	30,5
	70 ve üstü	14	3,4		Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değeri	1.000 TL'den az	10
Eğitim Durumu	Okur/yazar	5	1,2	1.000-5.000 TL		35	8,5
	İlköğretim	36	8,8	5.001-10.000 TL		98	23,9
	Lise	120	29,3	10.001-50.000 TL		158	38,5
	Üniversite	203	49,5	50.001-100.000 TL		99	24,1
	Lisansüstü	46	11,2	100.000 TL'den çok		10	2,4

<sup>320</sup> Şeref Kalaycı (Editör), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, 3. Baskı, Ankara 2008, s. 405.

Tablo 5.1’de toplu şekilde gösterildiği gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların demografik özellikleri şunlardır:

➤ Araştırmaya katılan toplam 410 yatırımcının %22,7’si bayan ve %77,3’ü erkektir. Bu oran Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği’nin 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırladığı hisse senedi yatırımcı profili araştırma verilerine göre, Türkiye’de toplam %27 bayan ve %73 erkek yatırımcı oranına oldukça yakındır<sup>321</sup>.

➤ Ankete katılanların %73,4’ü evli ve %26,6’sı bekârken, %13,7’si 18-29 yaş aralığında, %32,4’ü 30-39 yaş aralığında, %34,6’sı 40-49 yaş aralığında, %11,5’i 50-59 yaş aralığında, %4,4’ü 60-69 yaş aralığında ve %3,4’ü 70 yaşın üzerindedir.

➤ Anket uygulananların %1,2’si okur/yazar, %8,8’i ilköğretim mezunu, %29,3’ü lise mezunu, %49,5’i üniversite mezunu olup, %11,2’si ise lisansüstü eğitim yapmıştır. Bununla birlikte hisse senedi yatırım süresi bakımından yanıtlayıcıların %2,4’ü 1 yıldan daha az süredir hisse senedine yatırım yaparken, %12’si 1-3 yıl arasında, %19,8’i 4-6 yıl arasında, %22,9’u 7-10 yıl arasında ve %42,9’u 10 yıldan daha fazla bir süredir hisse senedine yatırım yapmaktadır.

➤ Ankete katılanların %8,8’i toplam portföylerinin %25’in altında bir kısmını hisse senetlerine yatırmışken, %14,9’u %25-49 arasında bir kısmını, %45,9’u %50-74 arasında bir kısmını ve %30,5’i %75-100 arasında bir kısmını borsa yatırımı olarak değerlendirmektedir.

➤ Araştırmaya katılanların %2,4’ü 1.000 TL’den az bir değerle yatırım yaparken, %8,5’i 1.000-5.000 TL’lik bir değerle, %23,9’u 5.001-10.000 TL’lik bir değerle, %38,5’i 10.001-50.000 TL’lik bir değerle, %24,1’i 50.001-100.000 TL’lik bir değerle ve %2,4’ü 100.000 TL’den daha fazla bir değerle yatırım yapmaktadır.

### 5.5.2. Sıklık Soruları

Araştırmaya katılan yatırımcılara sorulan sıklık soruları aşağıdaki gibidir:

- 1: Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?
- 2: Yatırımlarınızda çeşitlendirme yaparak birkaç farklı araca (hisse senedi, tahvil gibi) yatırım yapar mısınız?
- 3: Çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih eder misiniz?
- 4: Yatırımlarınızı çok dikkatli ve özenle seçer misiniz?
- 5: Kaybetmekten korkar mısınız?

<sup>321</sup> <http://www.tspakb.org.tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.06.2009)

Tablo 5.2: Ankete Katılan Yatırımcıların Sıklık Sorularına Verdikleri Cevaplar

Sorular		Katılma Derecesi							Ortalama	Standart Sapma
		Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam			
1. Soru	Frekans	6	7	44	160	193	410	4,28	0,84	
	Yüzde	1,5	1,7	10,7	39	47,1	100			
2. Soru	Frekans	26	51	83	187	63	410	3,50	1,09	
	Yüzde	6,3	12,4	20,2	45,6	15,4	100			
3. Soru	Frekans	27	83	150	119	31	410	3,10	1,02	
	Yüzde	6,6	20,2	36,6	29	7,6	100			
4. Soru	Frekans	2	32	59	161	154	408	4,06	0,94	
	Yüzde	0,5	7,8	14,5	39,5	37,7	100			
5. Soru	Frekans	17	81	149	127	33	407	3,20	0,98	
	Yüzde	4,2	19,9	36,6	31,2	8,1	100			

Tablo 5.2’de toplu şekilde gösterildiği gibi, sıklık sorularına verilen cevaplar itibarıyla araştırmaya katılanların dağılımı aşağıdaki gibidir:

➤ Araştırmaya katılan yatırımcılar hisse senedi piyasasını yakından takip edip etmedikleri sorusuna, toplam 410 yatırımcının %86,1’i borsayı sık sık veya sürekli olarak takip ettikleri yanıtını vermişlerdir. Verilen cevapların ortalaması 4,28 ve standart sapması 0,84’tür.

Bilindiği gibi, yatırımcıların risk olgusuna yaklaşımları farklılık göstermektedir. Yatırımcılar a) *riskten kaçan* b) *riske kayıtsız* ve c) *risk alan* olmak üzere risk olgusu bakımından 3 grupta değerlendirilmektedir. Araştırmaya katılanların riske yaklaşımlarını ölçmek amacıyla toplam 4 adet soru ankete konulmuştur.

➤ Anket uygulanan yatırımcılara portföylerinde çeşitlendirme yaparak birkaç farklı araca (hisse senedi, tahvil gibi) yatırım yapıp yapmadıkları sorulmuştur. Yatırımcılardan %61’i sık sık veya sürekli portföylerini çeşitli menkul kıymetlerden oluşturduklarını belirtmektedir. Bu durum yatırımcıların yarıdan biraz fazlasının *riskten kaçınır* bir davranış sergilediklerini göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,50 ve standart sapması 1,09’dur.

➤ Ankete katılanların %56,8’i nadiren veya ara sıra çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımlara girdiklerini ifade etmişlerdir. Bu cevaplar yatırımcıların hemen hemen yarısının *riskten kaçınır* bir tutum sergilediklerini göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,10 ve standart sapması 1,02’dir.



➤ Yanıtlayıcılar yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçip seçmedikleri sorusuna, yatırımcıların %77,3'ü yatırımlarını sık sık veya sürekli olarak çok dikkatli ve özenle seçtikleri yanıtını vermişlerdir. Bu yanıtlar yatırımcıların büyük çoğunluğunun *riskten kaçınır* bir tutum içinde olduklarını göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 4,06 ve standart sapması 0,94'tür.

➤ Anket uygulananlar yatırımlarında kaybetmekten korkup korkmadıkları sorusuna, yatırımcıların %36,6'sı ara sıra kaybetmekten korktuğunu, 39,5'i sık sık veya sürekli kaybetmekten korktuklarını belirtmektedir. Bu durum yatırımcıların yaklaşık üçte birinin *riskten kaçınırken*, üçte birinden biraz fazlasının *riski sever* bir davranış sergilediklerini göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,20 ve standart sapması 0,98'dir.

Ankete katılan yatırımcıların risk algısını ölçmeye yönelik sorulara verdikleri cevaplara genel olarak bakıldığında; yatırımcıların genel olarak *riskten kaçınır* bir tavır sergiledikleri, zaman zaman da *riski sever* bir tutum içine girdikleri değerlendirilebilir.

### 5.5.3. Hipotez Testi Soruları

Beklenen Fayda Teorisi, risk altında karar verme konusunda genel kabul görmüş bir teoridir. BFT'ne göre, riskli seçenekler arasında tercih yapmak durumunda olan yatırımcılar kendilerine en yüksek faydayı sağlayacak seçeneği tercih edecektir<sup>322</sup>. Literatürdeki kanıtlar, risk ve belirsizlik altında karar verirken geleneksel ekonomi kuramından sistematik olarak sapmaların olduğunu göstermektedir. Özellikle de belirsizlik altında verilen kararların pek çoğu, BFT'nin tahminlerinden ayrılmaktadır. Belirsizlik altında verilen kararların, von Neumann-Morgenstern-Savage tarafından geliştirilmiş bulunan BFT'inden ayrılımları konusuna, ilk defa Allais'in 1953 çalışmasına atfen 1988 yılında değinilmiştir<sup>323</sup>. Allais tarafından ortaya konan *kesinlik etkisine* göre; insanlar kesin olduğu kabul edilen sonuçlara, gerçekleşmesi muhtemel olan sonuçlara oranla daha fazla ağırlık vermektedir. Bu durum BFT'sindeki bağımsızlık ve tercihlerin değişmezliği varsayımı ile çelişmektedir. Bu çelişki literatürde *Allais paradoksu* olarak ifade edilmektedir.

<sup>322</sup> Kahneman ve Tversky, Agm, s. 263-264.

<sup>323</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences, Age, s. 15.

Kahneman ve Tversky'nin (1979) çalışmalarında kesinlik etkisini test etmek için kullandıkları soruları Türk hisse senedi yatırımcısı üzerinde araştırılmıştır (Tablo 5.3 ve Tablo 5.4).

**Tablo 5.3: Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
%25 İhtimalle 3.000 TL kazanma	165	40,3
%20 İhtimalle 4.000 TL kazanma	244	59,7
Toplam	409	100

**Tablo 5.4: Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
%100 İhtimalle 3.000 TL kazanma	316	77,5
%80 İhtimalle 4.000 TL kazanma	92	22,5
Toplam	408	100

Sonuçta ilk soruda; bir karar verme durumunda %25 ihtimalle 3.000 TL kazanma veya %20 ihtimalle 4.000 TL kazanma gibi iki alternatiften birini seçmekle karşı karşıya kalan yatırımcıların %59,7'si ikinci alternatifi seçmiştir. Kesinlik etkisini test etmek için kullandığımız ikinci sorumuz; bir karar verme durumunda %100 ihtimalle 3.000 TL kazanma veya %80 ihtimalle 4.000 TL kazanma şeklinde iki alternatiften hangisini seçersiniz şeklindedir. Ankete katılan yatırımcıların %77,5'i bu soruda birinci alternatifi seçmiştir. Halbuki ikinci seçenek matematiksel olarak ( $0.80 \cdot 4.000 \text{ TL} = 3.200 \text{ TL}$ ) daha yüksek bir getiri beklentisine sahiptir. Böylece ihtimalli seçenekler durumunda, yatırımcılar kendilerine daha yüksek fayda sağlayan seçeneği tercih ederken, kesinliğin olduğu seçenekler durumunda ise, yatırımcılar kesin olan seçeneği tercih etmektedir. Bu bulgular; Allais paradoksu olarak ifade edilen kesinlik etkisinin varlığını test eden  $H_1$  hipotezinin geçerliliğini ortaya koymakla birlikte, BFT'ne karşı olarak geliştirilen Beklenti Teorisini destekler niteliktedir. Sonuçlar aynı zamanda Allais (1953) ve Kahneman ve Tversky (1979) çalışmalarında ulaştıkları sonuçları desteklemektedir.

Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen beklenti teorisinin varsayımlarından bir diğeri de *yansıma etkisidir*. Yansıma etkisine bağlı olarak bireylerin kazanca dayalı veya kayba dayalı alternatifler arasında seçim yapma durumlarında riske yaklaşımları değişmektedir. Burada önemli bir kavram referans

noktası kavramıdır. Çünkü referans noktasının altında kalan durumlar kayıp, üstünde kalan durumlar ise kazanç olarak değerlendirilmektedir. Referans noktası genellikle alış fiyatı olarak kabul edilir. Böylece yatırımcılar alış fiyatından daha düşük bir fiyat durumunda riski sever bir tutum, alış fiyatından daha yüksek bir fiyat durumunda ise riskten kaçır bir tutum sergilerler.

Yatırımcılar referans noktasının altında *risk sever* bir tutum içine girmeleri duygusal eğilimler olarak ifade edilen kayıptan kaçırma, pişmanlıktan kaçırma ve bilişsel çelişki eğilimleri ile açıklanmaktadır. *Kayıptan kaçırma eğilimiyle* yatırımcılar telafi etme hastalığına müptela olarak yatırımlarının en azından alış fiyatına gelmelerini beklemek isterler. Telafi etme hastalığı, insanların kayıpları ile barışık olmasındaki güçlükleri ifade etmektedir. *Pişmanlıktan kaçırma ve bilişsel çelişki eğilimleriyle* yatırımcılar kötü bir yatırım yapmış olma hissini verdiği üzüntü halini hissetmek istemezler. Yatırımcılar referans noktasının üstünde ise; karını görmek isteme ve ileride hissinden geldiği fiyattan aşağı düşebileceği –ki bu da pişman olmaya sebeptir- sebebiyle *riskten kaçır* bir tutum sergileyerek bir an önce satma eğilimindedirler.

**Tablo 5.5: A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hissesi %20 getiri sağlarken, B hissesi %20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
A hissesini	295	72,5
B hissesini	112	27,5
Toplam	407	100

Türk hisse senedi yatırımcısı üzerinde *yansıma etkisini* test ettiğimiz sorumuzda (Tablo 5.5); yatırımcıların A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunda ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı %20 getiri sağlayan A hissesi ya da %20 kaybettiren B hissesinde birini satması durumunda hangisini satmak isteyeceği sorulmuştur. Yatırımcıların böyle bir durumda %72,5'i %20 getiri sağlayan A hissesini satmak isteyeceklerini belirtmişlerdir. Böylece referans noktasının üstünde - burada referans noktası alış fiyatıdır- veya kazanç durumunda *riskten kaçır* bir tutum sergileyeceklerini ve referans noktasının altında veya kayıp durumunda ise kayıptan kaçırma ve pişmanlıktan kaçırma eğilimleri neticesinde *risk sever* bir tutum içine gireceklerini belirterek H<sub>2</sub> ve H<sub>3</sub> hipotezlerini doğrulamışlardır. Bu sonuç Döm (2003) çalışmasında ulaştığı sonucu desteklemektedir.

Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen beklenti teorisinin başka bir varsayımı da çerçeveleme eğilimidir. *Çerçeveleme eğilimine* göre, bir durumun ifade ediliş biçimi insanlar tarafından tercih edilen seçeneğin değişmesine sebep olmaktadır. Hatta matematiksel olarak tek bir sonuca çıkan aynı olgunun farklı ifadeleri karar vericileri etkilemektedir.

**Tablo 5.6: Kriz döneminde 20.000 TL tutarında hisse senedi yatırımınız ve ilerleyen zamanda 6.000 TL'lik zarar etmeniz söz konusu olup önünüzde aşağıdaki gibi iki alternatif bulursa hangi alternatifi seçersiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
% 100 zararın 2.000 TL'lik kısmını kurtarma	262	64,2
% 33,3 ihtimalle muhtemel zararın tamamını yani 6.000 TL'yi kurtarma, % 66,6 ihtimalle ise hiçbir şey kurtaramama	146	35,8
Toplam	408	100

**Tablo 5.7: Yukarıda anlatılan durumda aşağıdaki alternatiflerle karşı karşıya olsanız hangisini seçersiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
Sonuçta % 100 ihtimalle 4.000 TL zarar etme	140	34,6
% 33,3 ihtimalle hiç zarar etmeme, % 66,6 ihtimalle ise 6.000 TL zarar etme	268	65,4
Toplam	408	100

Çerçeveleme eğilimi ile ilgili yatırımcılara kriz döneminde 20.000 TL tutarında hisse senedi yatırımınız ve ilerleyen zamanda 6.000 TL'lik zarar etmeniz söz konusu olup önünüzde aşağıdaki gibi iki alternatif bulursa hangi alternatifi seçersiniz? sorusu yöneltilerek hem kazanç (Tablo 5.6) hem de kayıp (Tablo 5.7) durumlarında seçim yapmaları istenmiştir. Her iki durum da da matematiksel olarak aynı beklenen değere sahip olan iki seçenek (örneğin kazanç durumunda  $100 \cdot 2000 = 2000$  ve  $33,3 \cdot 6000 = 2000$  seçenekleri) verilerek yatırımcılardan iki seçenekten birini seçmeleri istenmiştir. Sonuç olarak kazanç durumunda yatırımcıların %64,2'si birinci seçenek olan %100 zararın 2.000 TL'lik kısmını kurtarma seçeneğini tercih ederken, kayıp durumunda yatırımcıların %65,4'ü ikinci seçenek olan %33,3 ihtimalle hiç zarar etmeme, %66,6 ihtimalle ise 6.000 TL zarar etme seçeneğini tercih etmişlerdir. Bu sonuç "matematiksel olarak aynı sonuca çıkan iki alternatifli bir seçimde, alternatiflerin ifade ediliş biçimi sonucu etkilemektedir" şeklinde ifade edilen  $H_4$  hipotezini desteklemektedir. Bu sonuç aynı zamanda *yansıma etkisini* test eden "yatırımcılar, kazanç durumunda *riskten kaçınır*, kayıp durumunda ise *riski sever* bir tutum içinde

bulunurlar” (H<sub>2</sub>) hipotezini doğrulamaktadır. Kazanca dayalı ifadelerin sonuçları Sullivan (1997) çalışmasının sonuçları ile örtüşürken, kayba dayalı ifadelerin sonuçları Sullivan (1997) ve Süer (2007) çalışmalarının sonuçları ile örtüşmektedir.

**Tablo 5.8: Hisse senedi yatırımlarınızda kazanmayla ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
%60 olasılıkla 5.200 TL kazanma, %40 olasılıkla hiç kazanmama	82	20,1
Kesin 3.120 TL’lik kazanma	326	79,9
Toplam	408	100

**Tablo 5.9: Hisse senedi yatırımlarınızda kaybetmeyle ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
%60 olasılıkla 3.900 TL kayıp, %40 olasılıkla ise hiç kaybetmeme	295	72,3
Kesin 2.340 TL’lik kayıp	113	27,7
Toplam	408	100

Asıl olarak “belirli bir *referans noktasının altında* kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler *risk sever* bir tutum içine girerlerken, *referans noktasının üstünde* kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler *riskten kaçır* bir tutum sergilerler” şeklinde belirtilen H<sub>3</sub> hipotezinin test edildiği yukarıdaki iki sorudan kazanca dayalı ilk soruda (Tablo 5.8) yatırımcılar %79,9’luk bir oranla kesin 3,120 TL’lik kazanma alternatifini seçmişlerdir. İkinci soruda ise (Tablo 5.9), yatırımcılar %72,3’lük bir oranla %60 olasılıkla 3.900 TL kayıp, %40 olasılıkla ise hiç kaybetmeme alternatifini seçmişlerdir. Bu sonuçlar H<sub>3</sub> hipotezini doğrulamaktadır. Aynı zamanda bu sonuçlar “yatırımcılar, kazanç durumunda *riskten kaçırır*, kayıp durumunda ise *riski sever* bir tutum içinde bulunurlar” şeklinde ifade edilen H<sub>2</sub> hipotezini de doğrulamaktadır. Elde edilen sonuçlar her iki durum (kazanç-kayıp) da da Sullivan (1997) ve Süer (2007) çalışmalarında ulaştıkları sonuçları desteklemektedir.

İşletmelerin muhasebe sistemlerinde olduğu gibi, bireyler de yaptıkları işlemlerin ve finansal olayların kayıtlarını tutmak, analiz etmek ve sonuçları raporlamak ihtiyacı hissetmektedirler. Bu ihtiyaçlarını karşılamak üzere zihinsel muhasebe sistemini kullanmaktadırlar. Muhasebe sistemlerinde olduğu gibi fon kaynakları ve kullanımları bireyler tarafından farklı zihinsel hesaplarda izlenirken, örneğin harcamalar, giyim, yiyecek, barınma vb. şekilde insan beyninde sınıflandırılmakta ve zımnen veya açıkça bütçe sınırlarına tabi tutulmaktadır. Gelirler de giderlere benzer biçimde nakit akışları

düzenli veya olağandışı gelirler olarak veya elde bulundurulan nakit, gayrimenkul, emekli geliri vb. birikimler olarak sınıflandırılmaktadır<sup>324</sup>. Yatırımcılar karşılıklarına çıkan alternatiflerden *gelir ve kar* kavramlarını *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutarlarken, *harcama ve maliyet* kavramlarını ise *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutmaktadır.

**Tablo 5.10: Yatırımcılar gelir ve kar kavramlarını kazanç kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutarlar\*.**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
A ürünü	236	58
B ürünü	171	42
Toplam	407	100

**\*İlgili Soru:** Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına olan talep istikrarlı ve bu mala yatırım yapılırsa, kesin 575.000 TL’lik bir gelir elde edilecek. Oysa B ürününe yatırım yapılırsa elde edilecek gelir ürüne olan talebe bağlı olarak değişecek. Eğer talep düşük olursa 365.000 TL gelir elde ederken, eğer talep yüksek olursa 665.000 TL gelir elde edilecek. Yapılan pazar araştırmasına göre talebin düşük olma olasılığı %30, yüksek olma olasılığı ise %70. Maliyetler ise her iki ürün için de aynı ve 250.000 TL düzeyinde. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz?

**Tablo 5.11: Yatırımcılar harcama ve maliyet kavramlarını kayıp kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutarlar\*\*.**

Verilen Cevaplar	Frekans	Yüzde
A ürünü	179	49,1
B ürünü	227	50,9
Toplam	406	100

**\*\*İlgili Soru:** Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına yatırım yapılması durumunda A malının maliyeti kesin olarak 250.000 TL olacak. B malının maliyeti ise hammadde fiyatlarına göre değişmekte %70 ihtimalle maliyet 160.000 TL seviyesinde, %30 ihtimalle ise 460.000 TL seviyesinde olacak. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz?

Tablo 5.10 ve Tablo 5.11’de verilen sorularla; “gelir ve kar, *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta, harcama ve maliyet ise *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulur. Dolayısıyla yatırımcılar, *gelir ve kar* durumunda *riskten kaçınır*, *harcama ve maliyet* durumunda ise *riski sever* bir tutum içinde bulunurlar” şeklinde ifade edilen H<sub>5</sub> hipotezi sınanmaktadır. Sonuç olarak Tablo 5.10’da görüldüğü gibi, yatırımcılar %58’lik bir oranla *gelir ve kar* kavramlarını *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tuttuklarını göstererek *riskten kaçınır* bir tavır sergilemişlerdir. *Harcama ve maliyet* kavramlarının *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulup tutulmadığını test eden soruda yatırımcılar iki alternatif tercihlerini de %50’ye çok yakın olarak

<sup>324</sup> Thaler, Ager, (1999), s. 184.

cevaplandırarak nötr bir durum göstermişlerdir. Sullivan (1997) çalışmasında yanıtlayıcılar *gelir ve kar* kavramlarını *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutarak *riskten kaçınır* bir tavır sergilerken, *harcama ve maliyet* kavramlarını *kayıp* kavramından farklı değerlendirip bu durumda da *riskten kaçınır* bir tavır sergilemişlerdir. Süer (2007) çalışmasında ise, yanıtlayıcılar ilk durumda iki alternatifini de %50 oranında seçerlerken, ikinci durumda Sullivan (1997) çalışmasına paralel sonuçlar elde edilmiştir.

**Tablo 5.12: Bölgenizde bulunan şirketlere yatırım yapıyor musunuz?**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Hiç	108	26,4	2,41	1,12
Nadiren	114	27,9		
Ara Sıra	109	26,7		
Sık Sık	66	16,1		
Sürekli	12	2,9		
Toplam	409	100		

➤ *Belirsizlikten kaçma ve aşına olma eğilimleriyle* yatırımcılar yaşadıkları bölgedeki şirketleri diğer şirketlere tercih edebilmektedirler. Bazen bu iki eğilimden dolayı küçük yerel firmalara yatırım yapılarak daha fazla risk alınabilmektedir. Birbirleriyle ilişkili bu eğilimleri test etmek için ankete katılan yatırımcılara “bölgelerinde bulunan şirketlere yatırım yapıp yapmadıkları” sorulmuştur (Tablo 5.12). Yatırımcıların sadece %19’u bölgelerinde bulunan şirketlere sık sık veya sürekli olarak yatırım yaptıklarını ifade etmektedir. Bu sonuç hisse senedi yatırımlarında hem belirsizlikten kaçma hem de aşına olma eğilimleri neticesinde bilinen yerel firmaların tercih edileceği ( $H_6$ ) savıyla çelişmektedir. Verilen cevapların ortalaması 2,41 ve standart sapması 1,12’dir.

**Tablo 5.13: Borsada sürekli olarak takip ettiğiniz belirli şirketlere öncelikli yatırım yapar mısınız?**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Hiç	9	2,2	4,13	0,85
Nadiren	8	2		
Ara Sıra	45	11		
Sık Sık	205	50,1		
Sürekli	142	34,7		
Toplam	409	100		

➤ Yukarıda verilen soruya paralel olarak yatırımcıların aşına olunanı seçme ve belirsizlikten kaçma eğilimleri yatırımcılara “borsada sürekli olarak takip ettikleri belirli şirketlere öncelikli yatırım yapıp yapmadıkları” sorusuyla da test edilmektedir (Tablo 5.13). Yatırımcıların %84,8’i yatırım yaparken piyasada sürekli olarak takip ettikleri şirketleri sık sık veya sürekli bir şekilde öncelikle tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Bu sonuç *aşına olma* ve *belirsizlikten kaçma eğilimlerini* ifade eden  $H_7$  hipotezini desteklemektedir. Verilen cevapların ortalaması 4,13 ve standart sapması 0,85’dir.

**Tablo 5.14: Kendi öncelikli bilgilerinize aşırı güvenir misiniz?**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Hiç	1	0,2	3,85	0,98
Nadiren	49	12		
Ara Sıra	79	19,3		
Sık Sık	160	39		
Sürekli	121	29,5		
Toplam	410	100		

➤ Yatırımcılar *aşırı güven duyma eğiliminin* bir sonucu olarak kabiliyetlerine ve elde ettikleri bilgilere çok fazla değer vermektedirler<sup>325</sup>. Bu durumun doğal bir sonucu olarak yatırımcılar elde ettikleri başarıları kendilerine atfetmekte, başarısızlığı ise kötü şans gibi dışsal faktörlere bağlamaktadırlar. Bunun sürekli yapılması insanların hatalarını görmezlikten gelmelerine, başarılarını da abartmalarına yol açmaktadır<sup>326</sup>. Kendilerine aşırı güvenen yatırımcılar aşırı derecede *risk alma* eğilimindedirler. *Kontrol yanılısaması* ve *muhafazakârlık eğilimleri* yatırımcıların kendi öncelikli bilgilerine aşırı güven duymalarını destekleyen eğilimlerdir. *Aşırı güven eğilimi* taşıyan yatırımcılar aynı zamanda *kendine atfetme eğilimi* de taşırlar. Tablo 5.14’te görüldüğü gibi, yatırımcıların kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenlerinin sorgulandığı soruda; yatırımcılardan %68,5’i sık sık veya sürekli olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenmekte olduklarını ifade etmektedirler. Bu sonuç  $H_8$  hipotezini doğrulamakla birlikte ankete katılan yatırımcıların üçte ikisinin kendine aşırı güven duyduğunu göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,85 ve standart sapması 0,98’dir.

<sup>325</sup> Brad M. Barber ve Terrance Odean, “The Courage of Misguided Conviction: Trading Behavior of Individual Investors”, *Financial Analysts Journal* 1999. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005, s. 553.

<sup>326</sup> Cunningham Lawrance, *Behavioral Finance and Investor Governance*, Cardozo Law School, Public Law and Legal Theory Research Paper Series, Working Paper No: 32, 2001, s. 18. <http://ssrn.com/abstract=255778>



**Tablo 5.15: Kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin (Büyük bankalar, büyük sanayi şirketleri vb.) hisseleri iyidir.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	9	2,2	3,47	1,08
Katılmıyorum	93	22,7		
Kararsızım	68	16,6		
Katılıyorum	174	42,5		
Tamamen Katılıyorum	65	15,9		
Toplam	409	100		

*Temsiliyet eğilimine* bağlı olarak yatırımcılar iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmekte ve “iyi bir hisse senedi, iyi bir şirketin çıkardığı hisse senedidir” ihtimalini abartma eğilimine girmektedir. Bu eğilim doğrultusunda yatırımcılar iyi olarak algılanan şirketlerin hisselerini tercih etmekte ve sonucunda da bu hisselerle yüksek ödemeler yapmakta ve gerçekte daha büyük toplam getiri potansiyeli olabilen ancak kötü olarak algılanan şirketlerin hisselerinden de kaçınmaktadır<sup>327</sup>. Bu durumun test edildiği ifadenin cevapları Tablo 5.15’de verilmiştir. Buna göre; yatırımcıların %58,4’ü kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisselerinin iyi olduğunu düşündüğünü ifade ederken, %24,9’u bu düşünceye katılmadığını ve %16,6’sı bu konuda kararsız olduğunu ifade etmektedir. Bu sonuçlar ankete katılan yatırımcıların yarısından biraz fazlasının *temsiliyet eğilimli* bir tutum içerisinde olduklarını göstermektedir. Böylece H<sub>9</sub> hipotezi doğrulanmaktadır. Verilen cevapların ortalaması 3,47 ve standart sapması 1,08’dir.

**Tablo 5.16: Yatırımcılar geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak gelecekle ilgili karar verirler.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	8	2	4,23	0,91
Katılmıyorum	16	3,9		
Kararsızım	38	9,3		
Katılıyorum	160	39		
Tamamen Katılıyorum	188	45,9		
Toplam	410	100		

*Temsiliyet eğilimi* ile yatırımcılar hisselerin geçmişteki performanslarının geleceğe ışık tutacağı düşüncesine kapılmaktadırlar. Hem bu durum hem de yatırımcıların yatırım kararlarını verirken geçmiş fiyat hareketlerini ne ölçüde

<sup>327</sup> Nofsinger, Age, s. 114.

kullanmakta oldukları, yani teknik analizi kullanma dereceleri tespit edilmek istenmiştir. Ankete katılan yatırımcıların test edilen ifadeye verdikleri cevaplar Tablo 5.16’da gösterilmektedir. Buna göre, yatırımcıların %84,9’u gibi büyük bir çoğunluğu yatırım kararlarında hissenin geçmiş fiyat hareketlerini kullandığını ifade etmektedir. Bu sonuçlar hem *temsiliyet eğilimini* ifade eden  $H_{10}$  hipotezini doğrulamakta hem de yatırımcıların yatırım kararlarında teknik analizi kullandığını göstermektedir. Verilen cevapların ortalaması 4,23 ve standart sapması 0,91’dir.

**Tablo 5.17: Bir iki yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski yüksek seviyelerine döner ve hatta o seviyeleri de geçer.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	1	0,2	3,99	0,82
Katılmıyorum	15	3,7		
Kararsızım	90	22		
Katılıyorum	184	45		
Tamamen Katılıyorum	119	29,1		
Toplam	409	100		

Yatırımcılar *iyimserlik eğilimiyle* yatırımlarına ve geleceğe dönük olarak iyimser düşünce ve tahminlere sahip olmaktadır. *İyimserlik eğilimini* test etmek amacıyla yatırımcılara “bir iki yıl içinde borsanın kesinlikle tekrar eski yüksek seviyelerine döneceği ve hatta o seviyeleri de geçeceği” ifadesine katılıp katılmadıkları sorulmuştur. Tablo 5.17’de gösterildiği gibi; ankete katılan yatırımcıların %74,1’i bu ifadeye katıldığını ifade ederken, yatırımcıların %22’si ise kararsız olduklarını ifade etmişlerdir. Bu sonuçlar yanıtlayıcıların çoğunluğunun *iyimserlik eğilimi* taşıdığını göstermekte olup  $H_{11}$  hipotezini doğrulamaktadır. Verilen cevapların ortalaması 3,99 ve standart sapması 0,82’dir.

**Tablo 5.18: Belirli bir kaybın verdiği üzüntü aynı miktarda kazancın vereceği memnuniyetten daha büyüktür.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	7	1,7	3,87	0,96
Katılmıyorum	38	9,4		
Kararsızım	60	14,8		
Katılıyorum	194	47,9		
Tamamen Katılıyorum	106	26,2		
Toplam	405	100		

**Tablo 5.19: Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	2	0,5	3,65	1,00
Katılmıyorum	80	19,5		
Kararsızım	49	12		
Katılıyorum	206	50,2		
Tamamen Katılıyorum	73	17,6		
Toplam	408	100		

Beklenti teorisinin varsayımlarından *yansımaya etkisine* göre; yatırımcıların kazanç ve kayıp durumlarında davranışları değişmektedir. Yatırımcı kazanç durumunda elindeki menkul kıymeti bir an önce satma eğilimindeyken, kayıp durumunda ise *kayıptan kaçma* ve *pişmanlıktan kaçma eğilimleri* doğrultusunda satmayı geciktirme eğilimindedir. Burada önemli bir kavram da referans noktası kavramıdır. Çünkü referans noktası yatırımcı davranışlarını belirlemede bir dayanak noktasıdır. Referans noktası alış fiyatı olarak kabul edilebilir. Böylece yatırımcılar alış fiyatının üzerinde *riskten kaçınırken*, alış fiyatının altında ise *riski sever* bir tutum sergilemektedirler. Tablo 5.18 ve Tablo 5.19'da ankete katılan yatırımcılar üzerinde *yansımaya etkisinin* test edildiği sorulara verilen cevaplar sunulmuştur. Tablo 5.3'de görüldüğü gibi, yanıtlayıcıların %74,1'i belirli bir kaybın verdiği üzüntünün aynı miktarda kazancın vereceği memnuniyetten daha büyük olduğunu ifade etmektedir. Bu sonuçlara göre; yatırımcıların çoğunluğu hem *kayıptan kaçma* hem de *pişmanlıktan kaçma eğilimli* bir tutum içerisinde olduklarını göstermektedir. Bu durumda  $H_{12}$  hipotezi doğrulamaktadır. Sonuçlar risk bakımından değerlendirildiğinde ise yatırımcıların *riski sever* bir davranış sergiledikleri söylenebilir. Bu soruya verilen cevapların ortalaması 3,87 ve standart sapması 0,96'dır.

Tablo 5.19'da gösterildiği gibi, ankete katılan yatırımcıların %67,8'i aldıkları hisse senedinin en azından alış fiyatlarına gelene dek beklemenin doğru olacağını düşündüklerini ifade etmektedir. Bu sonuçlar Tablo 5.18'de verilen sonuçları teyit ederek *yansımaya etkisinin* geçerliliğini ortaya koymakla birlikte  $H_{13}$  hipotezini doğrulamaktadır. Verilen cevapların ortalaması 3,65 ve standart sapması 1,00'dir.

#### 5.5.4. Rasyonel Olmayan Yatırımcı Davranışlarıyla İlgili Sorular

**Tablo 5.20: Hisse senetleri Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağlar.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	12	2,9	3,55	0,93
Katılmıyorum	45	11,0		
Kararsızım	104	25,4		
Katılıyorum	203	49,5		
Tamamen Katılıyorum	46	11,2		
Toplam	410	100		

Tablo 5.20’de görüldüğü gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların %60,7’si hisse senetlerinin Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade ederken, %13,9’u bu düşüncede olmadıklarını ve %25,4’ü ise kararsız olduklarını ifade etmektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,55 ve standart sapması 0,93’tür. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların çoğunluğunun hisse senetlerinin diğer aylara oranla Ocak aylarında sistematik olarak yüksek getiri sağladığı fikrinde oldukları anlaşılmaktadır. Ocak ayı anomalisi olarak isimlendirilen bu durum yapılan pek çok çalışmayla desteklenmektedir. Bu çalışmalardan bazıları; Wachtel (1942), Rozeff ve Kinney (1976), Branch (1977), Dyl (1977), Gültekin ve Gültekin (1983) Corhay ve diğerleri (1987), Agrawal ve Tandon (1994), Balaban (1995), Özmen (1997) ve Bildik (2000)’dir.

**Tablo 5.21: Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	19	4,6	2,74	0,88
Katılmıyorum	150	36,6		
Kararsızım	165	40,2		
Katılıyorum	53	12,9		
Tamamen Katılıyorum	15	3,7		
Toplam	402	100		

Cuma günü haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu yapılan birçok çalışma ile saptanmıştır. Çalışmada yatırımcılara “Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar” ifadesine katılıp katılmadıkları sorulmuştur. Tablo 5.21’de gösterildiği gibi; yanıtlayıcıların %41,2’si bu ifadeye katılmazken, %40,2’si kararsız kalmış ve %16,6’sı ise katıldığını ifade etmektedir. Verilen cevapların ortalaması 2,74 ve standart sapması 0,88’dir. Böylece yanıtlayıcıların çok az bir kısmı Cuma gününün getiri açısından diğer günlerden farklı olduğunu düşünmektedir. Bu

anomalinin varlığı; Jaffe ve Westerfield (1985), Barone (1989), Solnik ve Bousquet (1990), Muradoğlu ve Oktay (1993), Karan (1994), Balaban (1994), Özmen (1997), Bildik (2000), Karan ve Uygur (2001) ve Bildik (2004) gibi çalışmalarla tespit edilmiştir.

**Tablo 5.22: Hisse getirilerini hissenin Fiyat / Kazanç Oranı etkiler.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	5	1,2	3,56	0,76
Katılmıyorum	30	7,4		
Kararsızım	118	29		
Katılıyorum	232	57		
Tamamen Katılıyorum	22	5,4		
Toplam	407	100		

Fiyat / Kazanç oranı etkisi; piyasada düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlamasıdır. Tablo 5.22’de sunulduğu gibi, anket uygulanan yatırımcıların %62,4’ü hisse senetlerinin getirisinin F/K oranından etkilendiğini düşünürken, %8,6’sı bu düşüncede olmadıklarını ve %29’u ise kararsız olduklarını ifade etmektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,56 ve standart sapması 0,76’dır. Sonuçlardan ankete katılanların çoğunluğu hisse senedi getirilerinin F/K oranından etkilendiği görüşündedirler. Yapılan pek çok çalışmayla F/K oranı etkisinin varlığı bulgulanmıştır. Bu çalışmalardan bazıları; Basu (1977, 1983), Lakonishok ve diğerleri (1994), Bourgeois ve Lussier (1994), Patel (2000) ve Karan (1996)’dır.

**Tablo 5.23: Hisse getirilerini hissenin Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı etkiler.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	4	1	3,48	0,81
Katılmıyorum	44	10,8		
Kararsızım	137	33,7		
Katılıyorum	194	47,8		
Tamamen Katılıyorum	27	6,7		
Toplam	406	100		

Tablo 5.23 incelendiği takdirde; ankete katılan yatırımcıların %54,5’i küçük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade ederken, katılımcıların %45,5’i ise bu düşüncede olmadıklarını veya kararsız olduklarını ifade ettikleri görülür.

Bu sonuçlardan ankete katılanların önemli bir kısmının P/D oranı etkisi konusunda farklı düşüncede veya kararsız oldukları anlaşılmaktadır. Verilen cevapların ortalaması 3,48 ve standart sapması 0,81'dir. Bu anomalinin varlığı; Lakonishok ve diğerleri (1994), Rouwenhorst (1999), Patel (2000), Karan (1996b), Yıldırım (2005) ve Canbaş ve diğerleri (2008) gibi çalışmalarla tespit edilmiştir.

**Tablo 5.24: Kısa vadede kazanan hisseleri alarak ve kaybedenleri satarak yüksek getiri elde edilebilir.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	2	0,5	3,55	0,83
Katılmıyorum	36	8,8		
Kararsızım	152	37,3		
Katılıyorum	169	41,5		
Tamamen Katılıyorum	48	11,8		
Toplam	407	100		

Piyasada kısa vadede bir süre iyi haberler kaydeden hisselerin fiyatları temel değerlerin çok üzerine çıkabilmekte veya tam tersi olarak bir süre kötü haberler kaydeden hisselerin fiyatları temel değerlerin çok altına inebilmektedir. Tablo 5.24'de görüldüğü gibi, araştırmaya katılanların %53,3'ü kısa vadeli yatırımlarda kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma yönlü bir yatırım stratejisi izlemekle yüksek getiri elde edilebileceği düşüncesinde iken, %37,3'ü bu konuda kararsız kalmıştır. Verilen cevapların ortalaması 3,48 ve standart sapması 0,81'dir. Kısa vadede böyle ters yönlü bir işlem stratejisiyle normal üstü getiri elde edilebileceği; Rosenberg ve diğerleri (1985), Zarowin (1989a), Jegadeesh (1990), Atkins ve Dyl (1990), Jegadeesh ve Titman (1993), Bowman ve Iverson (1998), Fung ve diğerleri (2000), Kang ve diğerleri (2002) ve Huang ve diğerleri (2001) gibi çalışmalarla desteklenmektedir.

**Tablo 5.25: Orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alarak ve kazananları satarak yüksek getiri elde edilebilir.**

Katılma Derecesi	Frekans	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	4	1	3,75	0,78
Katılmıyorum	27	6,6		
Kararsızım	80	19,7		
Katılıyorum	250	61,4		
Tamamen Katılıyorum	46	11,3		
Toplam	407	100		

Yatırımcılar piyasaya yeni gelen bilgilere aşırı tepki gösterebilmekte, yeni bilgi etkisi ile aşırı iyimserlik ya da kötümserliğe kapılmakta, böylece fiyatlar temel değerlerinden saparak çok yükselmekte ya da çok düşmektedir. Bu *aşırı tepkiyle*, aşırı yükselen ya da düşen fiyatlar bir sonraki dönemlerde ters yönlü hareket ederek düzeltme yapmaktadır. Yani geçmişte fiyatı çok düşen -kaybeden- (artan-kazanan) hisse senetlerinin değeri gelecekte fiyatların ters yönlü hareketi ile artacak (azalacak) ve getirileri yüksek (düşük) olacaktır<sup>328</sup>. Bu durum orta ve uzun vade için hisse senedi yatırımcılarına sorulmuş ve cevaplar Tablo 5.25’de verilmiştir. Buna göre; ankete katılanların %72,7’si orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alma ve kazananları satma şeklinde ters yönlü bir işlem stratejisi ile normal üstü getiriler elde edilebileceğini düşünmektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,75 ve standart sapması 0,78’dir. Orta ve uzun dönem için ters yönlü işlem stratejilerinin varlığı; De Bondt ve Thaler (1985, 1987), Howe (1986), Zarowin (1989), Alonso ve Robio (1990), Gunaratne ve Yonesawa (1997), Domain ve diğerleri (1998), Nam ve diğerleri (2002), Baytaş ve Cakıcı (1999), Ülkü (2001), Durukan (2004), Barak (2005), Sevim ve diğerleri (2006) ve Yücel ve Taşkın (2007) gibi çalışmalarla ortaya konmuştur.

#### 5.5.5. Yatırımcıları Tanımlayıcı Sorular

**Tablo 5.26: Birikimlerinizin yönetilmesini uzmanlara bırakmayıp bizzat kendiniz tarafından yapılmasının sebepleri nelerdir? (Birden fazla seçim yapılabilir)**

Tercih Edilen Seçenekler	Frekans	Yüzde
Yatırımdan aldığım kişisel tatminin azalacağı düşüncesi	143	26
Kendi kişisel bilgi ve tecrübelerime güvenmekte oluşum	208	38
Yatırım tercihlerimde daha esnek davranabilmekte oluşum	190	34
Diğer	13	2
Toplam	554	100

Tablo 5.26’ya göre, araştırmaya katılan yatırımcıların, %26’sı yatırımdan aldığı kişisel tatminin azalacağı düşüncesiyle, %38’i kendi kişisel bilgi ve tecrübelerine güvenmekte oluşuyla, %34 yatırım tercihlerinde daha esnek davranabilmekte olduğu için ve %2’si diğer bir takım nedenlerden ötürü yatırımlarını uzmanlara bırakmayıp kendisinin yönettiğini ifade etmektedir.

<sup>328</sup> Durukan, Agb, s.137.

**Tablo 5.27: Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkta gözden geçirirsiniz?**

Tercih Edilen Seçenekler	Frekans	Yüzde
Her gün	124	30,2
Birkaç günde bir	91	22,2
Haftada bir	52	12,7
Ayda bir kez	29	7,1
Birkaç ayda bir	6	1,5
Fikrim yok	6	1,5
Düzenli olarak, fakat belirli bir periyot veremem	410	100

Tablo 5.27’de gösterildiği gibi, anket uygulanan yatırımcıların, %30,2’si hisse senedi yatırımlarını her gün gözden geçirdiğini ifade ederken, %22,2’si birkaç günde bir, %12,7’si haftada bir, %7,1’i ayda bir kez ve %1,5’i düzenli olarak, fakat belirli bir periyot veremeyeceğini ifade etmektedir. %1,5’si ise bu konuda bir fikrinin olmadığını belirtmiştir.

**Tablo 5.28: Hisse senetlerini ortalama elde tutma süreniz nedir?**

Tercih Edilen Seçenekler	Frekans	Yüzde
1 haftadan az	50	12,2
1-4 hafta arası	165	40,2
31-60 gün arası	110	26,8
61-90 gün arası	38	9,3
91-120 gün arası	22	5,4
121 günden fazla	25	6,1
Toplam	410	100

Tablo 5.28’de sunulduğu gibi, ankete katılan yatırımcıların, %12,2’si satın aldığı bir hisse senedini 1 haftadan daha az bir süre elinde tuttuğunu belirtirken, %40,2’si 1-4 hafta arası, %26,8’i 31-60 gün arası, %9,3’ü 61-90 gün arası, %5,4’ü 91-120 gün arası ve %6,1’i 121 günden daha fazla bir süre satın aldığı bir hisseyi elinde tuttuğunu belirtmektedir.

**Tablo 5.29: En son yaptığımız ve yanlış olduğuna düşündüğünüz işlem kararında rol oynayan neydi?**

Tercih Edilen Seçenekler	Frekans	Yüzde
Kendi analiziniz ve değerlendirmeniz sonucunda	123	30,1
Şans faktörü	128	31,4
Aracı kurum yönlendirmesi sonucu	44	10,8
Arkadaşlar ya da meslektaşların yönlendirmesi sonucu	99	24,3
Diğer	14	3,4
Toplam	408	100



Yatırımcılar aşırı güven eğilimi neticesinde elde ettikleri başarıları kendilerine atfetmekte başarısızlığı ise kötü şans gibi dışsal faktörlere bağlamaktadırlar. Bu durumun sorgulandığı sorunun cevapları Tablo 5.29'da sunulmuştur. Buna göre araştırmaya katılan yatırımcıların, %66,5'i en son yaptığı ve yanlış olduğunu düşündüğü işlem kararını şans faktörüne, aracı kurum yönlendirmesine ve arkadaşları ya da meslektaşlarının yönlendirmesi gibi dışsal faktörlere bağlarken, %30,1'i kendi analiz ve değerlendirmesine bağlamaktadır.

### 5.5.6. Anketin Cinsiyete Göre Değerlendirilmesi

Çalışmada ankete katılan yatırımcıların verdikleri cevaplar cinsiyete göre farklılaşma gösterip göstermediği de araştırılmış olup elde edilen sonuçlar aşağıda sunulmuştur.

**Tablo 5.30: Cinsiyete Göre Eğitim Düzeyi**

			Eğitim Düzeyi						
			Okur/Yazar	İlköğretim	Lise	Üniversite	Lisansüstü	Toplam	
Cinsiyet		Bayan	Frekans	2	10	18	48	15	93
			Cinsiyet İçindeki %	2,2	10,8	19,4	51,6	16,1	100
			Eğitim İçindeki %	40	27,8	15	23,6	32,6	22,7
			Toplam İçindeki %	0,5	2,4	4,4	11,7	3,7	22,7
		Bay	Frekans	3	26	102	155	31	317
			Cinsiyet İçindeki %	0,9	8,2	32,2	48,9	9,8	100
			Eğitim İçindeki %	60	72,2	85	76,4	67,4	77,3
			Toplam İçindeki %	0,7	6,3	24,9	37,8	7,6	77,3
		Toplam	Frekans	5	36	120	203	46	410
			Cinsiyet İçindeki %	1,2	8,8	29,3	49,5	11,2	100
			Eğitim İçindeki %	100	100	100	100	100	100
			Toplam İçindeki %	1,2	8,8	29,3	49,5	11,2	100

Tablo 5.30'da gösterildiği gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların cinsiyetleri ile eğitim düzeyleri arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki yoktur ( $P = 0,087$ ;  $H_{16}$  red). Bu sonuç; cinsiyete bağlı olarak eğitim düzeyinin önemli ölçüde farklılaşmadığını göstermektedir. Beklenti bayanların eğitime olan katılımlarında son

zamanlarda görülen hızlı artıştan dolayı yanıtlayıcıların eğitim düzeylerinde bir farklılaşma olacağı yönündeyken, sonuç bu beklentiye doğrulamamaktadır.

Bayan yatırımcıların %2,2'si okur/yazarken, %10,8'i ilköğretim mezunu, %19,4'ü lise mezunu, %51,6'sı üniversite mezunu ve %16,1'i lisansüstü eğitimini tamamlamıştır. Erkek yatırımcıların ise %0,9'u okur/yazarken, %8,2'si ilköğretim mezunu, %32,2'si lise mezunu, %48,9'u üniversite mezunu ve %9,8'i lisansüstü eğitimini tamamlamıştır. Beklenti toplumda eğitim düzeyinin gün geçtikçe artmakta oluşuna ve hisse senedi yatırımlarının belirli bir bilgi düzeyi ile bilgi birikimi gerektirmesine bağlı olarak yanıtlayıcıların eğitim düzeylerinin yüksek olması yönündedir. Sonuç da beklentiye paralel olarak hem bayan hem de erkek yatırımcıların eğitim düzeylerinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Okur/yazar olanların %40'ı bayan iken, %60'ı erkektir. İlköğretim mezunu olanların %27,8'i bayan ve %72,2'si erkektir. Lise mezunu olanların %15'i bayan ve %85'i erkektir. Üniversite mezunu olanların %23,6'sı bayan ve %76,4'ü erkektir. Lisansüstü eğitimini tamamlamış olanların %32,6'sı bayan ve %67,4'ü erkektir.

**Tablo 5.31: Cinsiyete Göre Hisse Senedi Yatırım Süresi**

			Hisse Senedi Yatırım Süresi					Toplam	
			1 yıldan az	1-3 yıl	4-6 yıl	7-10 yıl	10 yıldan fazla		
Cinsiyet		Bayan	Frekans	1	5	14	23	50	93
			Cinsiyet İçindeki %	1,1	5,4	15,1	24,7	53,8	100
			Hisse Senedi Yatırım Süresi İçindeki %	10	10,2	17,3	24,5	28,4	22,7
			Toplam İçindeki %	0,2	1,2	3,4	5,6	12,2	22,7
		Bay	Frekans	9	44	67	71	126	317
			Cinsiyet İçindeki %	2,8	13,9	21,1	22,4	39,7	100
			Hisse Senedi Yatırım Süresi İçindeki %	90	89,8	82,7	75,5	71,6	77,3
			Toplam İçindeki %	2,2	10,7	16,3	17,3	30,7	77,3
		Toplam	Frekans	10	49	81	94	176	410
			Cinsiyet İçindeki %	2,4	12,0	19,8	22,9	42,9	100
			Hisse Senedi Yatırım Süresi İçindeki %	100	100	100	100	100	100
			Toplam İçindeki %	2,4	12,0	19,8	22,9	42,9	100

Tablo 5.31’de sunulduğu gibi, yanıtlayıcıların cinsiyetleri ile hisse senedi yatırım süresi arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,039$ ;  $H_{17}$  kabul). Bu sonuç; cinsiyet bakımından hisse senedi yatırım süresinin değiştiğini göstermektedir. Bayan yatırımcıların yatırımlara az olan ilgilerinin gün geçtikçe artmasından dolayı, ankete katılan erkek yatırımcıların bayan yatırımcılardan daha uzun süredir hisse senetlerine yatırım yapmakta olmaları beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %1,1’i 1 yıldan daha az bir süredir hisse senedine yatırım yaparken, %5,4’ü 1-3 yıl arası, %15,1’i 4-6 yıl arası, %24,7’si 7-10 yıl arası ve %53,8’i 10 yıldan daha fazla bir süredir hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Erkek yatırımcıların ise %2,8’i 1 yıldan daha az bir süredir, %13,9’u 1-3 yıl arası, %21,1’i 4-6 yıl arası, %22,4’ü 7-10 yıl arası ve %39,7’si 10 yıldan daha fazla bir süredir hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Sonuç; beklenenin tersi olarak bayan yatırımcıların erkek yatırımcılara göre daha uzun süredir hisse senetlerine yatırım yaptıklarını göstermektedir.

1 yıldan daha az bir süredir hisse senedine yatırım yapanların %10’u bayan iken, %90’nı erkektir. Borsada 1-3 yıl arası yatırımı bulunanların %10,2’si bayan ve %89,8’i erkektir. Borsada 4-6 yıl arası yatırımı bulunanların %17,3’ü bayan ve %82,7’si erkektir. Borsada 7-10 yıl arası yatırımı bulunanların %24,5’i bayan ve %75,5’i erkektir. 10 yıldan daha fazla bir süredir borsada yatırımı bulunanların %28,4’ü bayan ve %71,6’sı erkektir.

Tablo 5.32: Cinsiyete Göre Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı

			Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı						
			%25'in altında	%25-49 arası	%50-74 arası	%75-100 arası	Toplam		
$\chi^2 = 1,343$ $sd = 3$ $P = 0,719$			Bayan	Frekans	7	11	44	31	93
				Cinsiyet İçindeki %	7,5	11,8	47,3	33,3	100
				Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı İçindeki %	19,4	18	23,4	24,8	22,7
				Toplam İçindeki %	1,7	2,7	10,7	7,6	22,7
			Bay	Frekans	29	50	144	94	317
				Cinsiyet İçindeki %	9,1	15,8	45,4	29,7	100
				Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı İçindeki %	80,6	82	76,6	75,2	77,3
				Toplam İçindeki %	7,1	12,2	35,1	22,9	77,3
			Toplam	Frekans	36	61	188	125	410
				Cinsiyet İçindeki %	8,8	14,9	45,9	30,5	100
				Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı İçindeki %	100	100	100	100	100
				Toplam İçindeki %	8,8	14,9	45,9	30,5	100

Tablo 5.32'de gösterildiği gibi, ankete katılan yatırımcıların cinsiyetleri ile yatırımlarda hisse senedi oranı arasında %10 önem düzeyinde bile anlamlı bir ilişki yoktur ( $P = 0,719$ ;  $H_{18}$  red). Bu sonuç; cinsiyete göre yatırımlarda hisse senedi oranının değişmediğini göstermektedir. Beklenti hisse senedi yatırımı diğer yatırım araçlarına göre daha fazla risk taşıması ve bayan yatırımcıların daha az risk almaları bakımından bir farklılaşmanın olması yönüyle, sonuç bu beklentiye doğrulamamaktadır.

Bayan yatırımcıların %7,5'i toplam portföyünün %25'inden daha az bir kısmını hisse senetlerine yatırmışken, %11,8'i %25-49 arası, %47,3'ü %50-74 arası ve %33,3'ü %75-100 arası bir portföy değeriyle hisse senedi yatırımlarını sürdürmektedir. Erkek yatırımcıların ise %9,1'i toplam portföyünün %25'inden daha az bir kısmını hisse senetlerine yatırmışken, %15,8'i %25-49 arası, %45,4'ü %50-74 arası ve %29,7'si %75-100 arası bir portföy değeriyle hisse senedi yatırımlarını sürdürmektedir. Bu sonuç; beklendiği gibi riskli bir yatırım aracı olan hisse senetlerini seçmiş olanların risk

almayı severek portföylerini ağırlıklı olarak hisse senetlerinden oluşturduklarını göstermektedir.

Toplam portföyünün %25'inden daha az bir kısmını hisse senetlerine yatırmış olan yatırımcıların %19,4'ü bayan iken, %80,6'sı erkektir. %25-49 arası bir portföy değeriyle hisse senedi yatırımı bulunanların %18'i bayan ve %82'si erkektir. %50-74 arası bir portföy değeriyle hisse senedi yatırımı bulunanların %23,4 bayan ve %76,6'sı erkektir. %75-100 arası bir portföy değeriyle hisse senedi yatırımı bulunanların %24,8'i bayan ve %75,2'si erkektir.

**Tablo 5.33: Cinsiyete Göre Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri**

			Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri								
			1.000 TL'den az	1.000-5.000 TL	5.001-10.000 TL	10.001-50.000 TL	50.001-100.000 TL	100.000 TL'den çok	Toplam		
<b>Cinsiyet</b>			<b>Bayan</b>	Frekans	5	3	12	55	18	0	93
				Cinsiyet İçindeki %	5,4	3,2	12,9	59,1	19,4	0	100
				Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri İçindeki %	50	8,6	12,2	34,8	18,2	0	22,7
				Toplam İçindeki %	1,2	0,7	2,9	13,4	4,4	0	22,7
			<b>Bay</b>	Frekans	5	32	86	103	81	10	317
				Cinsiyet İçindeki %	1,6	10,1	27,1	32,5	25,6	3,2	100
				Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri İçindeki %	50	91,4	87,8	65,2	81,8	100	77,3
				Toplam İçindeki %	1,2	7,8	21,0	25,1	19,8	2,4	77,3
			<b>Toplam</b>	Frekans	10	35	98	158	99	10	410
				Cinsiyet İçindeki %	2,4	8,5	23,9	38,5	24,1	2,4	100
				Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değerleri İçindeki %	100	100	100	100	100	100	100
				Toplam İçindeki %	2,4	8,5	23,9	38,5	24,1	2,4	100

Tablo 5.33'de sunulduğu gibi, anketin uygulandığı yatırımcıların cinsiyetleri ile hisse senedi portföyü yatırım değerleri arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,000$ ;  $H_{19}$  kabul). Bu sonuç; cinsiyete bağlı olarak hisse senedi portföyü yatırım değerlerinin önemli düzeyde farklılaştığını göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %5,4'ü 1.000 TL'den daha az bir değerle hisse senedi yatırımlarını gerçekleştirirken, %3,2'si 1.000-5.000 TL arası, %12,9'u 5.001-10.000 TL arası, %59,1'i 10.001-50.000 TL arası ve %19,4'ü 50.001-100.000 TL'lik bir değerle hisse senedi yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Erkek yatırımcıların ise %1,6'sı 1.000 TL'den daha az bir değerle, %10,1'i 1.000-5.000 TL arası, %27,1'i 5.001-10.000 TL arası, %32,5'i 10.001-50.000 TL arası, 25,6'sı 50.001-100.000 TL arası ve %3,2'si 100.000 TL'den daha fazla bir değerle hisse senedi yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Hisse senedi portföy değerleri bakımından bir farklılaşma olsada, farklılaşmanın yönü net değildir.

1.000 TL'den daha az bir değerle borsada yatırım yapanların %50'si bayan iken, %50'si erkektir. Borsada 1.000-5.000 TL arası bir değerle yatırım yapanların %8,6'sı bayan ve %91,4'ü erkektir. Borsada 5.001-10.000 TL arası bir değerle yatırım yapanların %12,2'si bayan ve %87,8'i erkektir. Borsada 10.001-50.000 TL arası bir değerle yatırım yapanların %34,8'i bayan ve %65,2'si erkektir. Borsada 50.001-100.000 TL arası bir değerle yatırım yapanların %18,2'si bayan ve %81,8'i erkektir. 100.000 TL'den daha fazla bir değerle hisse senedi yatırımlarını takip edenlerin tamamı ise erkektir.

Tablo 5.34: Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

			Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme					Toplam	
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli		
<b>Cinsiyet</b>		<b>Bayan</b>	Frekans	0	0	9	28	56	93
			Cinsiyet İçindeki %	0	0	9,7	30,1	60,2	100
			Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme İçindeki %	0	0	20,5	17,5	29	22,7
			Toplam İçindeki %	0	0	2,2	6,8	13,7	22,7
		<b>Bay</b>	Frekans	6	7	35	132	137	317
			Cinsiyet İçindeki %	1,9	2,2	11	41,6	43,2	100
			Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme İçindeki %	100	100	79,5	82,5	71	77,3
			Toplam İçindeki %	1,5	1,7	8,5	32,2	33,4	77,3
		<b>Toplam</b>	Frekans	6	7	44	160	193	410
			Cinsiyet İçindeki %	1,5	1,7	10,7	39	47,1	100
			Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme İçindeki %	100	100	100	100	100	100
			Toplam İçindeki %	1,5	1,7	10,7	39	47,1	100

Tablo 5.34'de gösterildiği gibi, ankete katılan yatırımcıların hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile cinsiyetleri arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır (P = 0,029; H<sub>20</sub> kabul). Bu sonuç; cinsiyet bakımından hisse senedi piyasasını yakından takip etmenin farklılaştığını göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %9,7'si ara sıra hisse senedi yatırımlarını takip ederken, %30,1'i sık sık ve %60,2'si sürekli olarak borsayı takip etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %2,2'si nadiren, %11'i ara sıra, %41,6'sı sık sık ve %43,2'si sürekli olarak borsayı takip ettiklerini ifade etmektedirler. Hisse senedi yatırımlarını takip etmede cinsiyete göre farklılaşma olsada, farklılaşmanın yönü net değildir.

**Tablo 5.35: Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca (Hisse Senedi, Tahvil Gibi) Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

			Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca Yatırım Yapma							
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam		
<b>Cinsiyet</b>			<b>Bayan</b>	Frekans	7	6	20	44	16	93
				Cinsiyet İçindeki %	7,5	6,5	21,5	47,3	17,2	100
				Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca Yatırım Yapma İçindeki %	26,9	11,8	24,1	23,5	25,4	22,7
				Toplam İçindeki %	1,7	1,5	4,9	10,7	3,9	22,7
			<b>Bay</b>	Frekans	19	45	63	143	47	317
				Cinsiyet İçindeki %	6,0	14,2	19,9	45,1	14,8	100
				Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca Yatırım Yapma İçindeki %	73,1	88,2	75,9	76,5	74,6	77,3
				Toplam İçindeki %	4,6	11	15,4	34,9	11,5	77,3
			<b>Toplam</b>	Frekans	26	51	83	187	63	410
				Cinsiyet İçindeki %	6,3	12,4	20,2	45,6	15,4	100
				Yatırımlarda Çeşitlendirme Yaparak Birkaç Farklı Araca Yatırım Yapma İçindeki %	100	100	100	100	100	100
				Toplam İçindeki %	6,3	12,4	20,2	45,6	15,4	100

Tablo 5.35’de sunulduğu gibi, araştırmaya katılanların yatırımlarda çeşitlendirme yaparak birkaç farklı araca (hisse senedi, tahvil gibi) yatırım yapma ile cinsiyetleri arasında %10 önem düzeyinde bile anlamlı bir ilişki yoktur ( $P = 0,384$ ;  $H_{21}$  red). Bu sonuç; cinsiyete göre yatırımlarda çeşitlendirme yönünden bir değişimin olmadığını göstermektedir. Halbuki bayan yatırımcılar erkek yatırımcılardan daha az risk aldıkları için bir farklılaşmanın olması beklenmekteydi.

Bayan yatırımcıların %7,5’i yatırımlarında hiç çeşitlendirme yapmadığını ifade ederken, %6,5’i nadiren, %21,5’i ara sıra, %47,3’ü sık sık ve %17,2’si sürekli olarak yatırımlarında çeşitlendirme yaptığını ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %6’sı yatırımlarında hiç çeşitlendirme yapmadığını ifade ederken, %14,2’si nadiren, %19,9’u



ara sıra, %45,1'i sık sık ve %14,8'i sürekli olarak yatırımlarında çeşitlendirme yaptığını ifade etmektedir.

Yatırımlarında hiç çeşitlendirme yapmadığını ifade edenlerin %26,9'u bayan iken, %73,1'i erkektir. Nadiren çeşitlendirme yaptığını ifade edenlerin %11,8'i bayan ve %88,2'si erkektir. Ara sıra çeşitlendirme yaptığını ifade edenlerin %24,1'i bayan ve %75,9'u erkektir. Sık sık çeşitlendirme yaptığını ifade edenlerin %23,5'i bayan ve %76,5'i erkektir. Sürekli olarak çeşitlendirme yaptığını ifade edenlerin ise %25,4'ü bayan ve %74,6'sı erkektir.

**Tablo 5.36: Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

			$\chi^2 = 22,373$ $sd = 4$ $P = 0,000$						Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme					
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam						
Cinsiyet	Bayan	Frekans	7	32	36	13	5	93						
		Cinsiyet İçindeki %	7,5	34,4	38,7	14,0	5,4	100						
		Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme İçindeki %	25,9	38,6	24	10,9	16,1	22,7						
		Toplam İçindeki %	1,7	7,8	8,8	3,2	1,2	22,7						
	Bay	Frekans	20	51	114	106	26	317						
		Cinsiyet İçindeki %	6,3	16,1	36	33,4	8,2	100						
		Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme İçindeki %	74,1	61,4	76	89,1	83,9	77,3						
		Toplam İçindeki %	4,9	12,4	27,8	25,9	6,3	77,3						
	Toplam	Frekans	27	83	150	119	31	410						
		Cinsiyet İçindeki %	6,6	20,2	36,6	29	7,6	100						
		Çok Yüksek Meblağ ve Risk İçeren Yatırımları Tercih Etme İçindeki %	100	100	100	100	100	100						
		Toplam İçindeki %	6,6	20,2	36,6	29	7,6	100						

Tablo 5.36'da gösterildiği gibi, yanıtlayıcıların çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih etmeleri ile cinsiyet arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,000$ ;  $H_{22}$  kabul). Bu sonuç; cinsiyete bağlı olarak yatırımcıların çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih etmeleri arasında önemli düzeyde bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Beklenti risk tutumlarından dolayı erkek yatırımcıların bayan yatırımcılara nisbeten yüksek meblağlı ve risk düzeyi yüksek yatırımları daha fazla tercih edecekleri yönündedir.

Bayan yatırımcıların %7,5'i çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih etmediğini ifade ederken, %34,4'ü nadiren, %38,7'i ara sıra, %14'ü sık sık ve %5,4'ü sürekli olarak çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %6,3'ü çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih etmediğini ifade ederken, %16,1'i nadiren, %36'sı ara sıra, %33,4'ü sık sık ve %8,2'i sürekli olarak çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade etmektedir. Beklenti doğrultusunda erkek yatırımcılar yüksek meblağlı ve risk düzeyi nisbeten yüksek yatırımları bayan yatırımcılara göre daha fazla tercih etmektedir.

Çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları hiç tercih etmediğini ifade edenlerin %25,9'u bayan iken, %74,12'i erkektir. Nadiren çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade edenlerin %38,6'sı bayan ve %61,4'ü erkektir. Ara sıra çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade edenlerin %24'ü bayan ve %76'sı erkektir. Sık sık çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade edenlerin %10,9'u bayan ve %89,1'i erkektir. Sürekli çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih ettiğini ifade edenlerin ise %16,1'i bayan ve %83,9'u erkektir.

Tablo 5.37: Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

			$\chi^2 = 6,986$ $sd = 4$ $P = 0,137$					
			Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme					
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	0	10	17	27	39	93
		Cinsiyet İçindeki %	0	10,8	18,3	29	41,9	100
		Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme İçindeki %	0	31,3	28,8	16,8	25,3	22,8
		Toplam İçindeki %	0	2,5	4,2	6,6	9,6	22,8
	Bay	Frekans	2	22	42	134	115	315
		Cinsiyet İçindeki %	0,6	7	13,3	42,5	36,5	100
		Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme İçindeki %	100	68,8	71,2	83,2	74,7	77,2
		Toplam İçindeki %	0,5	5,4	10,3	32,8	28,2	77,2
	Toplam	Frekans	2	32	59	161	154	408
		Cinsiyet İçindeki %	0,5	7,8	14,5	39,5	37,7	100
		Yatırımları Çok Dikkatli ve Özenle Seçme İçindeki %	100	100	100	100	100	100
		Toplam İçindeki %	0,5	7,8	14,5	39,5	37,7	100

Tablo 5.37’de sunulduğu gibi, anketin uygulandığı yatırımcıların yatırımları çok dikkatli ve özenle seçmeleri ile cinsiyet arasında %10 önem düzeyinde bile anlamlı bir ilişki yoktur ( $P = 0,137$ ;  $H_{23}$  red). Bu sonuç; cinsiyet bakımından yatırımcıların yatırımları çok dikkatli ve özenle seçmeleri arasında bir değişimin olmadığını göstermektedir. Risk alma bakımından bayan ve erkekler arasında bir farklılık olduğu için değişim olması gerekirdi.

Bayan yatırımcıların %10,8’i nadiren yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade ederken, %18,3’ü ara sıra, %29’u sık sık ve %41,9’u sürekli olarak yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise, %0,6’sı hiçbir zaman yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçmediğini ifade ederken, %7’si nadiren, %13,3’ü ara sıra, %42,5’i sık sık ve %36,5’i sürekli olarak yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade etmektedir.

Hiçbir zaman yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçmediğini ifade edenlerin tamamı (%100) erkektir. Nadiren yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade

edenlerin %31,3'ü bayan ve %68,8'i erkektir. Ara sıra yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade edenlerin %28,8'i bayan ve %71,2'si erkektir. Sık sık yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade edenlerin %16,8'i bayan ve %83,2'si erkektir. Sürekli yatırımlarını çok dikkatli ve özenle seçtiğini ifade edenlerin ise %25,3'ü bayan ve %74,7'si erkektir.

**Tablo 5.38: Kaybetmekten Korkma Tutumu İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

			Kaybetmekten Korkma					
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam
		Frekans	6	14	27	31	14	92
		Cinsiyet İçindeki %	6,5	15,2	29,3	33,7	15,2	100
Cinsiyet	Bayan	Kaybetmekten Korkma İçindeki %	35,3	17,3	18,1	24,4	42,4	22,6
		Toplam İçindeki %	1,5	3,4	6,6	7,6	3,4	22,6
		Frekans	11	67	122	96	19	315
		Cinsiyet İçindeki %	3,5	21,3	38,7	30,5	6	100
	Bay	Kaybetmekten Korkma İçindeki %	64,7	82,7	81,9	75,6	57,6	77,4
		Toplam İçindeki %	2,7	16,5	30	23,6	4,7	77,4
		Frekans	17	81	149	127	33	407
		Cinsiyet İçindeki %	4,2	19,9	36,6	31,2	8,1	100
	Toplam	Kaybetmekten Korkma İçindeki %	100	100	100	100	100	100
		Toplam İçindeki %	4,2	19,9	36,6	31,2	8,1	100

Tablo 5.38'de gösterildiği gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların kaybetmekten korkma tutumları ile cinsiyet arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,016$ ;  $H_{24}$  kabul). Bu sonuç; yatırımcıların kaybetmekten korkma tutumları ile cinsiyet arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Kaybetmekten korkma risk almayla ilgili olduğundan bayanların erkeklere nisbeten kaybetmekten daha fazla korkmaları beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %6,5'i kaybetmekten hiç korkmadığını ifade ederken, %15,2'si nadiren, %29,3'ü ara sıra, %33,7'si sık sık ve %15,2'si sürekli olarak kaybetmekten korktuğunu ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %3,5'i

kaybetmekten hiç korkmadığını ifade ederken, % 21,3'ü nadiren, %38,7'si ara sıra, %30,5'i sık sık ve %6'sı sürekli olarak kaybetmekten korktuğunu ifade etmektedir. Beklendiği gibi bayanlar kaybetmekten daha fazla korkmaktadırlar. Fakat kaybetmekten korkma tutumları arasında çok fazla bir fark yoktur.

Kaybetmekten hiç korkmadığını ifade edenlerin %35,3'ü bayan iken, %64,7'si erkektir. Nadiren kaybetmekten korktuğunu ifade edenlerin %17,3'ü bayan ve %82,7'si erkektir. Ara sıra kaybetmekten korktuğunu ifade edenlerin %18,1'i bayan ve %81,9'u erkektir. Sık sık kaybetmekten korktuğunu ifade edenlerin %24,4'ü bayan ve %75,6 'sı erkektir. Sürekli kaybetmekten korktuğunu ifade edenlerin ise %42,4'ü bayan ve %57,6'sı erkektir.

**Tablo 5.39: Kesinlik Etkisi\* İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

$\chi^2 = 1,455$ sd = 1 P = 0,228			Kesinlik Etkisi		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	67	25	92
		Cinsiyet İçindeki %	72,8	27,2	100
		Kesinlik Etkisi İçindeki %	21,2	27,2	22,5
		Toplam İçindeki %	16,4	6,1	22,5
	Bay	Frekans	249	67	316
		Cinsiyet İçindeki %	78,8	21,2	100
		Kesinlik Etkisi İçindeki %	78,8	72,8	77,5
		Toplam İçindeki %	61	16,4	77,5
	Toplam	Frekans	316	92	408
		Cinsiyet İçindeki %	77,5	22,5	100
		Kesinlik Etkisi İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	77,5	22,5	100

\*İlgili Soru: Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?

① % 100 İhtimalle 3.000 TL kazanma ② %80 İhtimalle 4.000 TL kazanma

Tablo 5.39'da gösterildiği gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların cevaplarında kesinlik etkisi ile cinsiyet arasında %10 önem düzeyinde bile anlamlı bir ilişki bulunamamıştır (P = 0,228; H<sub>25</sub> kabul). Bu sonuç; yatırımcıların seçimlerinde kesin olan seçeneği tercih edeceklerini ifade eden kesinlik etkisine göre bayanlar ve erkekler arasında bir değişimin olmadığını göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %72,8'i bir karar verme durumunda %100 ihtimalle 3.000 TL kazanma seçeneğini tercih ederken, %27,2'si %80 ihtimalle 4.000 TL kazanma

seçeneğini tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %78,8'i %100 ihtimalle 3.000 TL kazanma seçeneğini tercih ederken, %21,2'si %80 ihtimalle 4.000 TL kazanma seçeneğini tercih etmişlerdir. Bayan yatırımcıların kesin olan seçeneği daha fazla tercih etmeleri beklenirken sonuçlar bunu doğrulamamaktadır.

Yatırımcılardan %100 ihtimalle 3.000 TL kazanma seçeneğini tercih edenlerin %21,2'si bayan iken, %78,8'i erkektir. Yatırımcılardan %80 ihtimalle 4.000 TL kazanma seçeneğini tercih edenlerin ise %27,2'si bayan iken, %72,8'i erkektir.

**Tablo 5.40: Yansımaya Etkisi\* İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

			Yansımaya Etkisi		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
		$\chi^2 = 10,682$ sd = 1 P = 0,001			
Cinsiyet	Bayan	Frekans	79	13	92
		Cinsiyet İçindeki %	85,9	14,1	100
		Yansımaya Etkisi İçindeki %	26,8	11,6	22,6
		Toplam İçindeki %	19,4	3,2	22,6
	Bay	Frekans	216	99	315
		Cinsiyet İçindeki %	68,6	31,4	100
		Yansımaya Etkisi İçindeki %	73,2	88,4	77,4
		Toplam İçindeki %	53,1	24,3	77,4
	Toplam	Frekans	295	112	407
		Cinsiyet İçindeki %	72,5	27,5	100
		Yansımaya Etkisi İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	72,5	27,5	100

**\*İlgili Soru:** A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri %20 getiri sağlarken, B hisselerinin %20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz? ① A hisselerini ② B hisselerini

Tablo 5.40'da sunulduğu gibi, ankete katılan yatırımcıların cevaplarında *yansımaya etkisi* ile *cinsiyet* arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır (P = 0,001; H<sub>26</sub> kabul). Bu sonuç; kazanç ve kayıp durumunda alınan riskin değişeceğini ifade eden yansımaya etkisi bakımından bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Bayan yatırımcıların erkek yatırımcılara nisbeten daha az risk alarak kazanç ve kayıp durumlarında ellerindeki hisseleri daha çabuk satmaları beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %85,9'u anlatılan durumda %20 getiri sağlayan A hisselerini satmayı tercih ederken, %14,1'i %20 kaybettiği B hisselerini satmayı tercih

etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %68,6'sı A hissesini satmayı tercih ederken, 31,4'ü B hissesini satmayı tercih etmişlerdir. Sonuçlar beklendiği gibi bayan yatırımcıların kazanç durumlarında bir an önce satma eğiliminde olduklarını göstermesine rağmen, kayıp durumunda beklenenin tersine daha fazla risk aldıklarını göstermektedir.

Yatırımcılardan A hissesini satmayı tercih edenlerin %26,8'i bayan iken, %73,2'si erkektir. Yatırımcılardan B hissesini satmayı tercih edenlerin ise %11,6'sı bayan iken, %88,4'ü erkektir.

**Tablo 5.41: Çerçeveleme Eğilimi İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

$\chi^2 = 10,446$ sd = 1 P = 0,001			Çerçeveleme Eğilimi (Kazanç Durumu)		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	46	46	92
		Cinsiyet İçindeki %	50	50	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	17,6	31,5	22,5
		Toplam İçindeki %	11,3	11,3	22,5
	Bay	Frekans	216	100	316
		Cinsiyet İçindeki %	68,4	31,6	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	82,4	68,5	77,5
		Toplam İçindeki %	52,9	24,5	77,5
	Toplam	Frekans	262	146	408
		Cinsiyet İçindeki %	64,2	35,8	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	64,2	35,8	100
$\chi^2 = 5,034$ sd = 1 P = 0,025			Çerçeveleme Eğilimi (Kayıp Durumu)		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	40	53	93
		Cinsiyet İçindeki %	45,3	54,7	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	28,8	19,1	22,5
		Toplam İçindeki %	10,3	12,3	22,5
	Bay	Frekans	100	215	315
		Cinsiyet İçindeki %	31,9	68,1	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	71,2	80,9	77,5
		Toplam İçindeki %	25,5	52	77,5
	Toplam	Frekans	140	268	408
		Cinsiyet İçindeki %	34,6	65,4	100
		Çerçeveleme Eğilimi İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	34,6	65,4	100

Anketin uygulandığı yatırımcılar için çerçeveleme etkisi ile cinsiyet arasında ilişki olup olmadığı hem kazanç durumu hem de kayıp durumu için ayrı ayrı ele alınmıştır.

Kazanç durumu için;

Tablo 5.41’de gösterildiği gibi, anketin uygulandığı yatırımcıların cevaplarında çerçeveleme eğilimi (kazanç durumu) ile cinsiyet arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,001$ ;  $H_{27}$  kabul). Bu sonuç; kazanç durumunda aynı sonuca çıkan farklı ifadelerinin seçimleri etkileyeceğini ifade eden çerçeveleme eğilimine bağlı olarak bayanlar ve erkekler arasında önemli bir değişimin olduğunu göstermektedir. Söz konusu durumda bayan yatırımcıların kesinlik taşıyan 1. seçeneği erkeklere nisbeten daha fazla tercih etmeleri beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %50’si anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %50’si 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %68,4’ü 1. seçeneği tercih ederken, %31,6’sı 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Beklentinin tersi olarak erkek yatırımcılar kesinlik taşıyan 1. seçeneği daha fazla tercih etmişlerdir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %17,6’sı bayan iken, %82,4’ü erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %31,5’i bayan iken, %68,5’i erkektir.

Kayıp durumu için;

Tablo 5.41’de sunulduğu gibi, ankete katılan yatırımcıların cevaplarında çerçeveleme eğilimi (kayıp durumu) ile cinsiyet arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,025$ ;  $H_{27}$  kabul). Bu sonuç; kayıp durumunda aynı sonuca çıkan farklı ifadelerinin seçimleri etkileyeceğini ifade eden çerçeveleme eğilimine bağlı olarak bayanlar ve erkekler arasında bir değişimin olduğunu göstermektedir. Erkek yatırımcıların daha fazla risk alarak 2. seçeneği bayanlara nisbeten daha fazla tercih etmeleri beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %45,3’ü anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %54,7’si 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %31,9’u 1. seçeneği tercih ederken, %68,1’i 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Beklenti doğrultusunda erkek yatırımcıların daha fazla risk alarak 2. seçeneği daha fazla tercih ettikleri görülmektedir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %28,8’i bayan iken %71,2’si erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %19,1’i bayan iken, %80,9’u erkektir.



Tablo 5.42: Referans Noktası\* İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

$\chi^2 = 6,329$ sd = 1 P = 0,012			Referans Noktası (Kazanç Durumu)		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	27	65	92
		Cinsiyet İçindeki %	29,3	70,7	100
		Referans Noktası İçindeki %	32,9	19,9	22,5
		Toplam İçindeki %	6,6	15,9	22,5
	Bay	Frekans	55	261	316
		Cinsiyet İçindeki %	17,4	82,6	100
		Referans Noktası İçindeki %	67,1	80,1	77,5
		Toplam İçindeki %	13,5	64,0	77,5
	Toplam	Frekans	82	326	408
		Cinsiyet İçindeki %	20,1	79,9	100
		Referans Noktası İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	20,1	79,9	100
$\chi^2 = 4,293$ sd = 1 P = 0,038			Referans Noktası (Kayıp Durumu)		
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam
Cinsiyet	Bayan	Frekans	58	33	91
		Cinsiyet İçindeki %	63,7	36,3	100
		Referans Noktası İçindeki %	19,7	29,2	22,3
		Toplam İçindeki %	14,2	8,1	22,3
	Bay	Frekans	237	80	317
		Cinsiyet İçindeki %	74,8	25,2	100
		Referans Noktası İçindeki %	80,3	70,8	77,7
		Toplam İçindeki %	58,1	19,6	77,7
	Toplam	Frekans	295	113	408
		Cinsiyet İçindeki %	72,3	27,7	100
		Referans Noktası İçindeki %	100	100	100
		Toplam İçindeki %	72,3	27,7	100

\*İlgili Sorular (Kazanç Durumu): Hisse senedi yatırımlarınızda kazanmayla ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?

- ① %60 olasılıkla 5.200 TL kazanma, %40 olasılıkla hiç kazanmama  
② Kesin 3.120 TL'lik kazanma

\*(Kayıp Durumu): Hisse senedi yatırımlarınızda kaybetmeyle ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?

- ① %60 olasılıkla 3.900 TL kayıp, %40 olasılıkla ise hiç kaybetmeme  
② Kesin 2.340 TL'lik kayıp

Araştırmaya katılan yatırımcılar için referans noktası ile cinsiyet arasında ilişki olup olmadığı hem kazanç durumu hem de kayıp durumu için ayrı ayrı ele alınmıştır.

Kazanç durumu için;

Tablo 5.42'de gösterildiği gibi, yanıtlayıcıların cevaplarında referans noktası (kazanç durumu) ile cinsiyet arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,012$ ;  $H_{28}$  kabul). Bu sonuç; yatırımcıların kazanç durumunda risk almaya isteksiz olduklarını ifade eden referans noktası eğilimine bağlı olarak bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Söz konusu durumda bayan yatırımcıların daha az risk alarak ellerindeki hisseleri erkeklere nisbeten daha çabuk satmaları beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %29,3'ü anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %70,7'si 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %17,4'ü 1. seçeneği tercih ederken, %82,6'sı 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Beklentinin aksine erkek yatırımcılar daha az risk alarak ellerindeki hisseleri daha çabuk satma eğilimi göstermişlerdir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %32,9'u bayan iken, %67,1'i erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %19,9'u bayan iken, %80,1'i erkektir.

Kayıp durumu için;

Tablo 5.42'de sunulduğu gibi, yanıtlayıcıların cevaplarında referans noktası (kayıp durumu) ile cinsiyet arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,038$ ;  $H_{28}$  kabul). Bu sonuç; yatırımcıların kayıp durumunda daha fazla risk alma tutumu gösterdiklerini ifade eden referans noktası eğilimine bağlı olarak bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Söz konusu durumda erkek yatırımcıların daha fazla risk alarak ellerindeki hisseleri bayanlara nisbeten daha geç satmaları beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %63,7'si anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %36,3'ü 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %74,8'i 1. seçeneği tercih ederken, %25,2'si 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Sonuçlar beklendiği gibi erkek yatırımcıların kayıp durumunda daha fazla risk aldığını göstermektedir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %19,7'si bayan iken, %80,3'ü erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %29,2'si bayan iken, %70,8'i erkektir.

Tablo 5.43: Zihinsel Muhasebe\* İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

			Zihinsel Muhasebe (Gelir ve Kar Durumu)				
			1. Seçenek	2. Seçenek	Toplam		
Cinsiyet			$\chi^2 = 0,949$ $sd = 1$ $P = 0,330$				
			Bayan	Frekans	58	35	93
				Cinsiyet İçindeki %	62,4	37,6	100
				Zihinsel Muhasebe İçindeki %	24,6	20,5	22,9
				Toplam İçindeki %	14,3	8,6	22,9
			Bay	Frekans	178	136	314
				Cinsiyet İçindeki %	56,7	43,3	100
				Zihinsel Muhasebe İçindeki %	75,4	79,5	77,1
				Toplam İçindeki %	43,7	33,4	77,1
			Toplam	Frekans	236	171	407
				Cinsiyet İçindeki %	58,0	42,0	100
				Zihinsel Muhasebe İçindeki %	100	100	100
				Toplam İçindeki %	58,0	42,0	100
Cinsiyet			$\chi^2 = 11,068$ $sd = 1$ $P = 0,001$				
			Zihinsel Muhasebe (Harcama ve Maliyet Durumu)				
			1. Seçenek 2. Seçenek Toplam				
			Bayan	Frekans	54	37	91
				Cinsiyet İçindeki %	59,3	40,7	100
				Zihinsel Muhasebe İçindeki %	30,2	16,3	22,4
				Toplam İçindeki %	13,3	9,1	22,4
			Bay	Frekans	125	190	315
				Cinsiyet İçindeki %	39,7	60,3	100
				Zihinsel Muhasebe İçindeki %	69,8	83,7	77,6
				Toplam İçindeki %	30,8	46,8	77,6
			Toplam	Frekans	179	227	406
				Cinsiyet İçindeki %	44,1	55,9	100
Zihinsel Muhasebe İçindeki %	100	100		100			
Toplam İçindeki %	44,1	55,9		100			

\*İlgili Sorular (Gelir ve Kar Durumu): Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına olan talep istikrarlı ve bu mala yatırım yapılırsa, kesin 575.000 TL'lik bir gelir elde edilecek. Oysa B ürününe yatırım yapılırsa elde edilecek gelir ürüne olan talebe bağlı olarak değişecek. Eğer talep düşük olursa 365.000 TL gelir elde ederken, eğer talep yüksek olursa 665.000 TL gelir elde edilecek. Yapılan pazar araştırmasına göre talebin düşük olma olasılığı %30, yüksek olma olasılığı ise %70. Maliyetler ise her iki ürün için de aynı ve 250.000 TL düzeyinde. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz? ① A ürünü ② B ürünü

\*(Harcama ve Maliyet Durumu): Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına yatırım yapılması durumunda A malının maliyeti kesin olarak 250.000 TL olacak. B malının maliyeti ise hammadde fiyatlarına göre değişmekte. %70 ihtimalle maliyet 160.000 TL seviyesinde, %30 ihtimalle ise 460.000 TL seviyesinde olacak. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz? ① A ürünü ② B ürünü

Araştırmaya katılan yatırımcılar için zihinsel muhasebe ile cinsiyet arasında ilişki olup olmadığı hem gelir ve kar durumu hem de harcama ve maliyet durumu için ayrı ayrı ele alınmıştır.

#### Gelir ve kar durumu;

Tablo 5.43’de gösterildiği gibi, araştırmaya katılan yatırımcıların cevaplarında zihinsel muhasebe (gelir ve kar durumunda) ile cinsiyet arasında %10 önem düzeyinde bile anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $P = 0,330$ ;  $H_{29}$  red). Bu sonuç; gelir ve kar kavramlarının kazanç kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulduğunu ifade eden zihinsel muhasebe eğilimine bakımından bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olmadığını göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %62,4’ü anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %37,6’sı 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %56,7’si 1. seçeneği tercih ederken, %43,3’ü 2. seçeneği tercih etmişlerdir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %24,6’sı bayan iken, %75,4’ü erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %20,5’i bayan iken, %79,5’i erkektir.

#### Harcama ve maliyet durumu;

Tablo 5.43’de sunulduğu gibi, ankete katılan yatırımcıların cevaplarında zihinsel muhasebe (harcama ve maliyet durumu) ile cinsiyet arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır ( $P = 0,001$   $H_{29}$  kabul). Bu sonuç; harcama ve maliyet kavramlarının kayıp kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulduğunu ifade eden zihinsel muhasebe eğilimine bakımından bayanlar ve erkekler arasında önemli bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %59,3’ü anlatılan durumda 1. seçeneği tercih ederken, %40,7’si 2. seçeneği tercih etmişlerdir. Erkek yatırımcıların ise %39,7’si 1. seçeneği tercih ederken, %60,3’ü 2. seçeneği tercih etmişlerdir.

Yatırımcılardan 1. seçeneği tercih edenlerin %30,2’si bayan iken, %69,8’i erkektir. Yatırımcılardan 2. seçeneği tercih edenlerin ise %16,3’ü bayan iken, %83,7’si erkektir.

Tablo 5.44: Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

			Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma							
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam		
Cinsiyet			$\chi^2 = 12,466$							
			sd = 4							
			P = 0,014							
			Bayan	Frekans	35	25	24	9	0	93
				Cinsiyet İçindeki %	37,6	26,9	25,8	9,7	0	100
				Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma İçindeki %	32,4	21,9	22,0	13,6	0	22,7
				Toplam İçindeki %	8,6	6,1	5,9	2,2	0	22,7
			Bay	Frekans	73	89	85	57	12	316
				Cinsiyet İçindeki %	23,1	28,2	26,9	18	3,8	100
				Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma İçindeki %	67,6	78,1	78	86,4	100	77,3
				Toplam İçindeki %	17,8	21,8	20,8	13,9	2,9	77,3
			Toplam	Frekans	108	114	109	66	12	409
				Cinsiyet İçindeki %	26,4	27,9	26,7	16,1	2,9	100
Bölge Şirketlerine Yatırım Yapma İçindeki %	100	100		100	100	100	100			
Toplam İçindeki %	26,4	27,9		26,7	16,1	2,9	100			

Tablo 5.44'de sunulduğu gibi, ankete katılan yatırımcıların cinsiyetleri ile bölge şirketlerine yatırım yapma arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır (P = 0,014; H<sub>30</sub> kabul). Bu sonuç; yatırımcıların hisse senedi yatırımlarında belirsizlikten kaçma ve aşına olma eğilimleri neticesinde bölge şirketlerinin daha fazla tercih edileceği hipotezi bakımından bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %37,6'sı hiç bölgelerinde bulunan şirketlerin hisse senetlerini almadıklarını belirtirken, %26,9'u nadiren, %25,8'i ara sıra ve %9,7'si sık sık bölgelerinde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını belirtmektedir. Sürekli olarak bölge şirketlerinin hisse senetlerini aldığını belirten bayan yatırımcı olmamıştır. Erkek yatırımcıların ise %23,1'i hiç bölgelerinde bulunan şirketlerin hisse senetlerini almadıklarını belirtirken, %28,2'si nadiren, %26,9'u ara sıra, %18'i sık sık ve %3,8'i sürekli olarak bölgelerinde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını belirtmektedir. Sonuçlara göre; hisse senedi yatırımlarında bölge şirketlerini

tercih etme oranı düşüktür. Cinsiyet bakımından erkek yatırımcıların bayan yatırımcılara nisbeten bölge şirketlerini biraz daha fazla tercih ettikleri görülmektedir.

Bölge şirketlerinin hisse senetlerini hiç almadığını belirten yatırımcıların %32,4'ü bayan iken, %67,6'sı erkektir. Bölge şirketlerinin hisse senetlerini nadiren alanların %21,9'u bayan ve %78,1'i erkektir. Bölge şirketlerinin hisse senetlerini ara sıra alanların %22'si bayan ve %78'i erkektir. Bölge şirketlerinin hisse senetlerini sık sık alanların %13,6'sı bayan ve %86,4'ü erkektir. Bölge şirketlerinin hisse senetlerini sürekli olarak alanların tamamı ise erkektir.

**Tablo 5.45: Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma İle Cinsiyet Arasındaki İlişki**

			Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma							
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam		
Cinsiyet			$\chi^2 = 9,782$ sd = 4 P = 0,044							
			Bayan	Frekans	2	0	4	56	31	93
				Cinsiyet İçindeki %	2,2	0	4,3	60,2	33,3	100
				Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma İçindeki %	22,2	0	8,9	27,3	21,8	22,7
				Toplam İçindeki %	0,5	0	1	13,7	7,6	22,7
			Bay	Frekans	7	8	41	149	111	316
				Cinsiyet İçindeki %	2,2	2,5	13	47,2	35,1	100
				Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma İçindeki %	77,8	100	91,1	72,7	78,2	77,3
				Toplam İçindeki %	1,7	2	10	36,4	27,1	77,3
			Toplam	Frekans	9	8	45	205	142	409
				Cinsiyet İçindeki %	2,2	2	11	50,1	34,7	100
				Borsada Sürekli Olarak Takip Edilen Belirli Şirketlere Öncelikli Yatırım Yapma İçindeki %	100	100	100	100	100	100
				Toplam İçindeki %	2,2	2	11	50,1	34,7	100

Tablo 5.45'de gösterildiği gibi, yanıtlayıcıların borsada sürekli olarak takip edilen belirli şirketlere öncelikli yatırım yapma eğilimleri ile cinsiyet arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır (P = 0,044; H<sub>31</sub> kabul). Bu sonuç; yatırımcıların

belirsizlikten kaçma ve aşına olma olma eğilimleri neticesinde hisse senedi yatırımlarında sürekli olarak takip ettikleri belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptıkları hipotezi bakımından bayanlar ve erkekler arasında bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir.

Bayan yatırımcıların %2,2'si hiçbir zaman borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yapmadığını ifade ederken, %4,3'ü ara sıra, %60,2'si sık sık ve %33,3'ü sürekli olarak borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %2,2'si hiçbir zaman borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yapmadığını ifade ederken, %2,5'i nadiren, %13'ü ara sıra, %47,2'si sık sık ve %35,1'i sürekli olarak borsada devamlı olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade etmektedir. Sonuçlardan; bayan yatırımcıların erkeklere nisbeten sürekli takip ettikleri belirli şirketlere biraz daha yüksek oranda öncelikli yatırım yaptıkları anlaşılmaktadır.

Borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yapmadığını ifade edenlerin %22,2'si bayan iken, %77,8'i erkektir. Nadiren borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade edenlerin tamamı erkektir. Ara sıra borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade edenlerin %8,9'u bayan ve %91,1'i erkektir. Sık sık borsada sürekli olarak takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade edenlerin %27,3'ü bayan ve %72,7'si erkektir. Sürekli olarak borsada devamlı takip ettiği belirli şirketlere öncelikli yatırım yaptığını ifade edenlerin ise %21,8'i bayan ve %78,2'si erkektir.

Tablo 5.46: Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni İle Cinsiyet Arasındaki İlişki

			Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni										
			Hiç	Nadiren	Ara Sıra	Sık Sık	Sürekli	Toplam					
<b>Cinsiyet</b>			<b>Bayan</b>			Frekans	0	32	24	26	11	93	
						Cinsiyet İçindeki %	0	34,4	25,8	28,0	11,8	100	
			Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni İçindeki %		0	65,3	30,4	16,3	9,1	22,7			
			Toplam İçindeki %		0	7,8	5,9	6,3	2,7	22,7			
			<b>Bay</b>			Frekans	1	17	55	134	110	317	
						Cinsiyet İçindeki %	0,3	5,4	17,4	42,3	34,7	100	
			Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni İçindeki %		100	34,7	69,6	83,8	90,9	77,3			
			Toplam İçindeki %		0,2	4,1	13,4	32,7	26,8	77,3			
			<b>Toplam</b>			Frekans	1	49	79	160	121	410	
						Cinsiyet İçindeki %	0,2	12	19,3	39	29,5	100	
						Yatırımcıların Kendi Bilgilerine Aşırı Güveni İçindeki %		100	100	100	100	100	100
						Toplam İçindeki %		0,2	12	19,3	39	29,5	100

Tablo 5.46'da sunulduğu gibi, anketin uygulandığı yatırımcıların kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenleri ile cinsiyet arasındaki ilişki arasında %1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır (P= 0,000; H<sub>32</sub> kabul). Bu sonuç; yatırımcıların aşırı güven eğilimine bağlı olarak bayanlar ve erkekler arasında önemli bir farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Erkek yatırımcıların daha fazla aşırı güven eğilimi taşıyarak kendi bilgilerine daha fazla güvenmeleri beklenmektedir.

Bayan yatırımcıların %34,4'ü nadiren kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiğini ifade ederken, %25,8'i ara sıra, %28'i sık sık ve %11,8'i sürekli olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiğini ifade etmektedir. Erkek yatırımcıların ise %0,3'ü hiçbir zaman kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenmediğini ifade ederken, %5,4'ü nadiren, %17,4'ü ara sıra, %42,3'ü sık sık ve %34,7'si sürekli olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiğini ifade etmektedir. Sonuçlar beklenti doğrultusunda erkek yatırımcıların daha fazla kendi bilgilerine güvendiklerini göstermektedir.



Yatırımcılardan hiçbir zaman için kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenmediklerini ifade edenlerin tamamı erkektir. Nadiren kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiklerini ifade eden yatırımcıların %65,3'ü bayan iken %34,7'si erkektir. Ara sıra kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiklerini ifade eden yatırımcıların %30,4'ü bayan ve %69,6'sı erkektir. Sık sık kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiklerini ifade eden yatırımcıların %16,3'ü bayan ve %83,8'i erkektir. Sürekli olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiklerini ifade eden yatırımcıların ise %9,1'i bayan ve %90,9'u erkektir.

## SONUÇ

Hisse senedi yatırımcıları için uygun alım-satım zamanının belirlenmesi borsaların ilk açıldığı yıllardan günümüze kadar üzerinde en çok durulan ve kafa yorulan bir konu olagelmıştır. Yapılan çok sayıda çalışma ile “Uygun alım-satım zamanı yani düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satarak kazanç sağlamak mümkünmüdür?” sorusuna yanıt aranmıştır. Bu çabalar neticesinde *Teknik Analiz* ve *Temel Analiz* olmak üzere iki yöntem geliştirilmiştir.

Henüz muhasebe ve finansal analiz yöntemlerinin gelişmediği ve teknoloji düzeyinin zayıf olduğu 1800’lü yıllara dayanan *Teknik Analiz Yöntemi*; geçmiş fiyat hareketlerinin analizi neticesinde gelecekte fiyatların nasıl bir seyir izleyeceğinin tespitinin mümkün olduğunu savunmaktadır. 1950’lere kadar sadece *Teknik Analiz Yöntemi* kullanıla gelmişken, 1950’lerde muhasebe, finansal analiz yöntemleri ve teknolojide görülen gelişmelere paralel olarak *Temel Analiz Yöntemi* ortaya çıkmıştır. Bu yöntem piyasada hisse senetlerinin bir alım-satım fiyatının olduğu gibi bir de gerçek (olması gereken-temel) değerinin bulunduğu olgusuna dayanır. Dolayısıyla uygun alım-satım zamanının belirlenmesinde gerçek değer tespit edilmesi büyük önem arz eder. Bu yöneme göre, hisse senedi fiyatları er geç gerçek değerlerine geleceği için şayet fiyatlar gerçek değerden düşük ise alınmalı yüksekse satılmalıdır.

Temel analiz yöntemi kapsamında değerlendirilebilen ve hisse senetleriyle ilgili tüm bilgilerin fiyatlara yansıyor yansımadığını yani piyasanın etkin olup olmadığını test eden *Etkin Piyasalar Hipotezi* yatırımcıların rasyonel olduğunu varsayar. EPH’ye göre; piyasada hisse senedi fiyatları ilgili tüm bilgiler çerçevesinde oluşacağından gerçek değeri yansıtacaktır. Fakat yinede piyasada irrasyonel yatırımcılar bulunabileceğinden fiyatlar olması gereken değerlerden sapabilecektir. Hipoteze göre böyle bir durum da rasyonel arbitrajcular devreye girecek ve fiyatlar tekrar gerçek değerine dönecektir.

*Etkin Piyasalar Hipotezine* karşı olarak geliştirilmiş olan *Davranışsal Finans* iki temele dayanmaktadır. Bunlardan ilki, piyasada arbitrajın mükemmel olmayıp sınırlı olduğudur. Bu durumda her zaman fiyatlar gerçek değeri yansıtamayabilecektir. İkincisi ise, piyasa yatırımcıları bir karar verme durumunda bazı içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve bu etkiler yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları yapmalarına yol açmakta olduğudur. Böyle bir durumda da yatırımcıların psikolojik tutumlarının fiyatlara yansımından dolayı fiyatlar gerçek değerden sapma gösterecektir.

Bu çalışmada yatırımcıların yatırım kararlarını verirken etkisi altında kaldıkları bir takım psikolojik eğilimlerin İMKB’de yatırıma bulunan bireysel yatırımcılar için geçerli olup olmadığı araştırılmaktadır. Aynı zamanda bireysel yatırımcıların riske karşı tutumları, piyasayı takip etme sıklıkları ve niçin yatırımlarını bizzat kendilerinin takip ettikleri gibi bir takım olgular da tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçlarla yapılan analizlerde Türkiye’deki bireysel hisse senedi yatırımcılarının %61’ini oluşturan 6 büyük ilde bireysel hisse senedi yatırımcılarına uygulanan 410 anketten elde edilen veriler kullanılmıştır.

Araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların bazı kişisel özellikleri aşağıda sunulduğu gibidir;

➤ Araştırmaya katılan yatırımcıların %86,1’i borsayı sık sık veya sürekli olarak takip ettiklerini ifade etmektedir. Bu da anketin uygulandığı kişilerin borsayı sıklıkla takip ettiklerini göstermektedir.

➤ Yatırımcıların %26’sı yatırımdan aldığı kişisel tatminin azalacağı düşüncesiyle, %38’i kendi kişisel bilgi ve tecrübelerine güvenmekte oluşuyla, %34’ü yatırım tercihlerinde daha esnek davranabilmekte olduğu için ve %2’si diğer bir takım nedenlerden ötürü yatırımlarını uzmanlara bırakmayıp kendilerinin yönettiğini ifade etmektedir.

➤ Yanıtlayıcıların %30,2’si hisse senedi yatırımlarını her gün gözden geçirdiğini ifade ederken, %22,2’si birkaç günde bir, %12,7’si haftada bir, %7,1’i ayda bir kez ve %1,5’i düzenli olarak fakat belirli bir periyot veremeyeceğini ifade etmektedir. %1,5’si ise bu konuda bir fikrinin olmadığını belirtmiştir. Bu sonuçlar anketin uygulandığı kişilerin genel olarak yatırımlarını sıklıkla gözden geçirdiğini göstermektedir.

➤ Ankete katılanların %12,2’si satın aldığı bir hisse senedini 1 haftadan daha az bir süre elinde tuttuğunu belirtirken, %40,2’si 1-4 hafta arası, %26,8’i 31-60 gün arası, %9,3’ü 61-90 gün arası, %5,4’ü 91-120 gün arası ve %6,1’i 121 günden daha fazla bir süre elinde tuttuğunu ifade etmektedir. Bu sonuçlar ankete katılan bireylerin hisse senedi yatırımını çok kısa vadeli bir yatırım olarak gördüğünü göstermektedir. Halbuki hisse senedi alımı bir yatırım olarak düşünüldüğünde vade daha uzun olmalıydı. Burada ankete katılan bireylerin daha çok kısa vadede alım-satımlarla sermaye kazancı sağlama amacını güttükleri anlaşılmaktadır.

Araştırmada elde edilen bazı temel bulgular aşağıdaki gibi özetlenebilir;

➤ *Belirsizlikten kaçma ve aşına olma eğilimleriyle* yatırımcılar yaşadıkları bölgedeki şirketleri diğer şirketlere tercih edebilmektedir. Bu durum yatırımcıların daha fazla risk almalarına neden olabilmektedir. Ankete katılan yatırımcıların sadece %19'u bölgelerinde bulunan şirketlere sık sık veya sürekli olarak yatırım yaptıklarını ifade ederken, %81'i bölgelerinde bulunan şirketlere yatırım yapmamakta veya kararsız kalmakta olduklarını ifade etmektedir. Bu sonuç hisse senedi yatırımlarında hem *belirsizlikten kaçma* hem de *aşına olma eğilimleri* neticesinde bilinen yerel firmaların tercih edileceği savıyla çelişmektedir. Bu eğilimlerle ilgili bir başka soruda, yatırımcıların %84,8'i yatırım yaparken piyasada sürekli olarak takip ettikleri şirketleri sık sık veya sürekli bir şekilde öncelikli olarak tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Bu sonuç ise, *belirsizlikten kaçma ve aşına olma eğilimlerini* desteklemektedir.

➤ Yatırımcılar kendilerine *aşırı güven duyma eğiliminin* bir sonucu olarak kabiliyetlerine çok fazla güvenmekle birlikte sahip oldukları bilgilere gereğinden fazla değer vermektedirler. Böylece *aşırı güven eğilimi* neticesinde yatırımcılar elde ettikleri başarıları kendilerine atfetmekte başarısızlığı ise kötü şans gibi dışsal faktörlere bağlamaktadırlar. Aşırı güvenli yatırımcılar aşırı derecede *risk alma* eğilimlidirler. *Kontrol yanılması ve muhafazakârlık eğilimleri* bu eğilimi destekleyen eğilimlerdir. *Aşırı güven eğilimi* taşıyan yatırımcılar aynı zamanda *kendine atfetme eğilimi* de taşırlar. Ankete katılan yatırımcıların çoğunluğu (%68,5) sık sık veya sürekli olarak kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvenmekte olduklarını ifade ederek bu eğilimi doğrulamaktadır.

➤ Yatırımcılar *kesinlik etkisi* doğrultusunda; kesin olduğu kabul edilen sonuçlara, gerçekleşmesi muhtemel olan sonuçlara oranla daha fazla ağırlık vermektedir. Bu durum beklenen fayda teorisindeki bağımsızlık ve tercihlerin değişmezliği varsayımı ile çelişmektedir. Yatırımcılar üzerinde kesinlik etkisini test etmek için öncelikle bir karar verme durumunda olasılıklı iki seçenektan hangisini tercih edecekleri sorulmuştur. Yatırımcılar seçeneklerden kendilerine en fazla fayda sağlayan seçeneği tercih etmişlerdir. Bu sonuç *beklenen fayda teorisini* desteklemektedir. Yatırımcılara ikinci olarak ise, bir karar verme durumunda kesin olan bir seçenek ve olasılık taşıyan bir seçenektan hangisini tercih edecekleri sorulmuştur. Yatırımcıların büyük bir çoğunluğu (%77,5) böyle bir durumda olasılıklı seçeneğin kendisine sağlayacağı fayda daha yüksek olmasına rağmen kesinlik taşıyan seçeneği tercih etmiştir. Bu bulgu; *Allais paradoksu* olarak ifade edilen *kesinlik etkisinin*

varlığını ortaya koymakla birlikte beklenen fayda teorisine karşı olarak geliştirilen *beklenti teorisini* destekler niteliktedir.

➤ Yatırımcılar *yansıma etkisi* doğrultusunda; kazanç dayalı veya kayba dayalı alternatifler arasında seçim yapma durumlarında riske yaklaşımları değişerek, kazanç durumunda bireyler *riskten kaçınırken*, kayıp durumunda *riski sever* bir tutum içine girmektedirler. Beklenti teorisine göre; kazanç ve kayıp durumu referans noktasına göre belirlenmektedir. Referans noktası hisse senedinin satın alındığı fiyat olarak kabul edilebilmektedir. Böylece yatırımcılar alış fiyatının üstünde *riskten kaçınır* bir davranış, alış fiyatının altında ise *riski sever* bir davranış sergilerler. Yatırımcılar referans noktasının altında *risk sever* bir tavır içine girmeleri duygusal eğilimler olarak ifade edilen *kayıptan kaçma*, *pişmanlıktan kaçma* ve *bilişsel çelişki eğilimlerine* bağlanmaktadır. Kayıptan kaçma eğiliminin doğal bir sonucu olarak yatırımcılar telafi etme hastalığına müptela olmakta ve yatırımlarının en azından alış fiyatına gelmelerini beklemek istemektedirler. Telafi etme hastalığı, insanların kayıpları ile barışık olmasındaki güçlükleri ifade etmektedir. Pişmanlıktan kaçma ve bilişsel çelişki eğilimleriyle yatırımcılar kötü bir yatırım yapmış olduğu hissini verdiği zihinsel rahatsızlık halini hissetmek istemezler. Yatırımcılar referans noktasının üstünde ise; karını görmek isteme ve ileride hissini geldiği fiyattan aşağı düşebileceği –ki bu da pişman olmaya sebeptir- nedeniyle *riskten kaçır* bir tavır sergileyerek bir an önce satma eğilimindedirler. Türk hisse senedi yatırımcısı üzerinde *yansıma etkisi* ve belirli bir *referans noktasına* göre davranışlarının sorgulanması sonucunda; yatırımcıların referans noktasının üstünde veya kazanç durumunda *riskten kaçır* bir tutum sergileyecekleri ve referans noktasının altında veya kayıp durumunda ise *kayıptan kaçma* ve *pişmanlıktan kaçma eğilimleri* neticesinde *riski sever* bir tutum içine girecekleri tespit edilmiştir.

➤ *Çerçeveleme eğilimince*; matematiksel olarak aynı sonuca çıkan bir olgunun farklı ifadeleri karar vericileri etkilemektedir. Bu eğilimle ilgili olarak yatırımcılara bir örnek durumla karşı karşıya kaldıklarında aynı beklenen faydaya sahip iki seçenektan hangisini tercih edecekleri sorulmuştur. Elde edilen sonuçlar hem kazanç hem de kayıp durumunda tercih edilen seçeneğin değiştiğini göstererek *çerçeveleme eğilimini* doğrulamaktadır.

➤ *Zihinsel muhasebe eğilimine* göre; insanlar işletmelerin muhasebe bölümlerinde olduğu gibi; finansal olayların kayıtlarını tutmak, analiz etmek ve sonuçları raporlamak ihtiyacı hissetmektedirler. Bu ihtiyaçtan dolayı yatırımcılar karşılarına çıkan alternatiflerden *gelir ve kar* kavramlarını *kazanç* kavramıyla aynı

zihinsel hesapta tutarken, *harcama ve maliyet* kavramlarını *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar, gelir ve kar durumunda *riskten kaçınan*, harcama ve maliyet durumunda ise *riski seven* bir tutum içinde bulunurlar. Ankete katılan yatırımcılar %58'lik bir oranla *gelir ve kar* kavramlarını *kazanç* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tuttuklarını göstererek *riskten kaçınır* bir tavır sergilemişlerdir. *Harcama ve maliyet* kavramlarının *kayıp* kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulup tutulmadığını test eden soruda ise, yatırımcılar iki alternatif tercihlerini de %50'ye çok yakın olarak cevaplandırarak nötr bir tutum sergilemişlerdir.

➤ *Temsiliyet eğilimi* doğrultusunda yatırımcılar iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmekte ve “İyi bir hisse senedi, iyi bir şirketin çıkardığı hisse senedir” ihtimalini abartmaktadır. Böylece yatırımcılar daha yüksek getiri potansiyeline sahip ancak kötü olarak algılanan şirketlerin hisse senetlerini almayıp, daha düşük getiri potansiyeline sahip ancak iyi olarak algılanan şirketlerin hisse senetlerini almaktadır. Ankete katılan yatırımcıların %58,4'ü kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisselerinin iyi olduğunu düşündüğünü ifade etmiştir. Böylece ankete katılan yatırımcıların %58,4'ünün *temsiliyet eğilimi* gösterdikleri değerlendirilebilir.

➤ *Temsiliyet eğilimi* ile yatırımcılar hisse senetlerinin geçmişte göstermiş oldukları performanslarının geleceğe ışık tutacağı düşüncesine kapılmaktadırlar. Çalışmada hem bu durum hem de yatırımcıların yatırım kararlarını verirken geçmiş fiyat hareketlerini ne ölçüde kullanmakta oldukları yani teknik analizi kullanma dereceleri tespit edilmek istenmiştir. Araştırmaya katılan yatırımcıların büyük bir çoğunluğu (%84,9) yatırım kararlarında hisse senedinin geçmiş fiyat hareketlerini kullandığını belirtmektedir. Bu sonuçlar *temsiliyet eğilimini* doğrulamakla birlikte yatırımcıların yatırım kararlarında *teknik analizi* kullandığını göstermektedir.

➤ Yatırımcılar *iyimserlik eğilimiyle* yatırımlarına ve geleceğe dönük olarak iyimser düşünce ve tahminlere sahip olmaktadır. İyimserlik eğiliminin test edilmesi sonucu yatırımcıların çoğunluğunun (%74,1) *iyimserlik eğilimi* taşıdığı tespit edilmiştir.

Hisse senedi piyasalarında anomalilerle ilgili olarak yapılan çok sayıda çalışma ile anomalilerin varlığı ortaya konmuştur. Bu sonuçlar EPH'nin sorgulanmasına neden olmuştur. Fama (1998) çoğu anomalinin şansın bir sonucu olarak gördüğü için EPH'ye herhangi bir tehdit oluşturmadığı görüşündedir. Davranışsal finans kapsamında çalışma yapan araştırmacılar ise, anomalileri yatırımcıların tamamıyla rasyonel

davranamamalarının bir sonucu olduğu görüşündedirler. Yapılan pek çok çalışma ile yatırımcıların rasyonel olmayan bazı davranışları sürekli olarak tekrarladıkları ve böylece bazı anomalilerin hisse senedi piyasasında sürekli olarak gözlemlendiği ortaya konulmuştur. Hisse senedi piyasalarında görülen, ulusal ve uluslar arası düzeyde varlığı kanıtlanmış olan anomaliler hakkında araştırmaya katılan yatırımcılara yöneltilen sorulara verilen cevaplar aşağıda sunulduğu gibidir;

➤ Yatırımcıların %60,7'si gibi çoğunluğunun hisse senetlerinin *Ocak aylarında* diğer aylara göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade ederken, %13,9'u bu düşüncede olmadıklarını ve %25,4'ü ise kararsız olduklarını ifade etmiştir.

➤ Ankete katılanların yarıya yakını (%41,2) hisse senetlerinin *Cuma günleri* diğer günlere göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesinde olmadıklarını belirtirken, %40,2'si kararsız kalmış ve %16,6'sı ise bu ifadeye katıldığını belirtmiştir.

➤ Anket uygulananların büyük çoğunluğunun (%62,4) hisse senetlerinin getirisinin *F/K oranından* etkilendiğini düşünürken, %8,6'sı bu düşüncede olmadıklarını ve %29'u ise kararsız olduklarını ifade etmiştir.

➤ Yanıtlayıcıların yarıdan biraz fazlası (%54,5) *küçük P/D oranına* sahip firma hisse senetlerinin *yüksek P/D oranlı* firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade etmektedir. Ancak katılımcıların %45,5'i bu düşüncede olmadıklarını veya kararsız olduklarını ifade etmektedir. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların önemli bir kısmının *P/D oranı etkisi* konusunda farklı düşüncede veya kararsız oldukları anlaşılmaktadır.

➤ Araştırmaya katılanların yarıdan biraz fazlası (%53,3) *kısa vadeli yatırımlarda kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma* yönlü bir yatırım stratejisi izlemekle yüksek getiri elde edilebileceği düşüncesinde iken, %37,3'ü bu konuda kararsız kalmıştır.

➤ Ankete katılanların %72,7'si gibi büyük çoğunluğunun *orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alma ve kazananları satma* şeklinde ters yönlü bir işlem stratejisi ile normalüstü getiriler elde edilebileceğini düşünmektedir.

Davranışsal Finans açısından da büyük önem arz eden risk olgusu bakımından yatırımcılar *a) riskten kaçan b) riske kayıtsız ve c) riski seven* olmak üzere 3 grupta değerlendirilmekte olup, araştırmaya katılan yatırımcıların riske yaklaşımlarını ölçmek amacıyla ankete konulan soruların cevaplarının aşağıdaki gibi olduğu görülmüştür;

➤ Yatırımcılardan %61'i sık sık veya sürekli portföylerini çeşitli menkul kıymetlerden oluşturduklarını belirtirken, %56,8'i nadiren veya ara sıra çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımlara girdiklerini, %77,3'ü yatırımlarını sık sık veya sürekli olarak çok dikkatli ve özenle seçtiklerini ve %36,6'sı ara sıra kaybetmekten korktuğunu, %39,5'i sık sık veya sürekli kaybetmekten korktuklarını belirtmektedir. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların, genel olarak *riskten kaçınır* bir tutum sergiledikleri, zaman zaman da *riski sever* bir tavır içine girdikleri değerlendirilebilir.

Çalışmada araştırmaya katılan yatırımcıların verdikleri cevaplar cinsiyete göre farklılaşıp farklılaşmadığı da incelenmiştir. İnceleme sonucunda ortaya çıkan önemli noktalar aşağıda sunulduğu gibidir;

➤ Yatırımcıların cinsiyetine bağlı olarak eğitim düzeyinde önemli bir farklılaşma olmayıp, hem bayan hem de erkek yatırımcıların eğitim düzeyleri yüksektir.

➤ Bayan yatırımcılar erkek yatırımcılara göre daha uzun süredir hisse senetlerine yatırım yapmaktadır.

➤ Bayan yatırımcıların büyük çoğunluğu *riskten kaçınır* bir tutum sergilerken, erkek yatırımcıların yarıya yakını *riski sever* bir tutum sergilemektedir. Böylece bayan yatırımcıların erkek yatırımcılardan daha az risk aldığı anlaşılmaktadır.

➤ Erkek yatırımcılar yüksek meblağlı ve risk düzeyi nisbeten yüksek yatırımları bayan yatırımcılara göre daha fazla tercih etmektedir.

➤ Bayanlar kaybetmekten daha fazla korkmaktadır. Fakat cinsiyete göre kaybetmekten korkma tutumları arasında çok fazla bir fark yoktur.

➤ Analizler sonucunda *aşırı güven eğilimi ve çerçeveleme eğiliminin* erkek yatırımcılarda daha baskın olarak görüldüğü belirlenmiştir.

➤ Bayan yatırımcılar erkeklere nispeten kazanç durumunda *riskten daha fazla kaçır* bir tutum sergilemekte ve referans noktasının altında veya kayıp durumunda ise kayıptan kaçma, pişmanlıktan kaçma ve bilişsel çelişki eğilimleri neticesinde *riski daha az sever* bir tutum içine girmektedir.

➤ *Referans noktası* ile *cinsiyet* arasında hem kazanç, hem de kayıp durumlarında bir fark olup olmadığının araştırılması sonucunda, erkek yatırımcıların *kazanç durumunda* daha fazla *riskten kaçınan*, *kayıp durumunda* ise daha fazla *riski sever* bir tutum içinde buldukları tespit edilmiştir.

➤ *Çalışmada zihinsel muhasebe* ile *cinsiyet* arasında ise gelir ve kar durumu ile harcama ve maliyet durumlarında bir farklılaşma olup olmadığının araştırılması sonucunda, *gelir ve kar durumunda* risk tutumları bakımından bayan ve erkeklerin



birbirlerine çok yakın oldukları görülmüştür. *Harcama ve maliyet durumunda* ise erkeklerin daha fazla *riski sever* bir tutum içinde buldukları belirlenmiştir.

İMKB'nin bireysel yatırımcılarından elde edilen bu bulgulara dayanarak denilebilir ki; Davranışsal Finansın ileri sürdüğü gibi, risk ve belirsizlik ortamında karar verme durumunda olan yatırımcılar bir takım psikolojik eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve tamamen rasyonel davranışlar gösterememektedir. Bu durumda piyasada hisse senedi fiyatları her zaman olması gereken (gerçek) değeri yansıtamayabileceği gibi, rasyonel olmayan davranışların aynı yönde piyasa katılımcılarının çoğunluğunda görülmesi sonucunda anomaliler oluşacaktır.

Psikolojik eğilimlerin etkisi altında kalarak verilen finansal kararlar doğal olarak yatırımcının portföyünden elde edeceği getiriyi olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle yatırımcıların; hisse senedi seçimi ve uygun alım-satım zamanını belirlerken mümkün olduğu kadarıyla psikolojik eğilimlerin farkında olarak davranmalarında fayda görülmektedir.

Yatırımcıların temel amacı yatırımlardan elde edilecek getiriyi en üst düzeye çıkarmak olup bunu sağlamak için; psikolojik eğilimlerin farkında olma, psikolojik eğilimlerin etkisi altında kalmadan rasyonel davranışlar sergileme, yatırım amacını net olarak belirleme ve çeşitlendirme yapma gibi kriterlere dikkat etmek faydalı olacaktır.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

- Abaan, Ernur Demir, *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara 2002.
- Akbulut, Ömer ve Necati Yıldız, *İstatistik Analizlerde Temel Formüller ve Tablolar*, Aktif Yayınevi, Erzurum 1999.
- Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, İstanbul 1998.
- Aksoy, Ahmet ve Cihan Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Gazi Kitabevi, 3. Baskı, Ankara 2007.
- Aksulu, İkbâl, *Tüketicinin Sosyo-Ekonomik ve Demografik Özellikleri ve Marka Seçimi Davranışları Üzerindeki Etkileri*, İlkem Ofset, İzmir 1993.
- Apak, Sudi, *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1995.
- Ataman, Ümit ve Halil Kibar, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999.
- Barak, Osman, *Davranışsal Finans -Teori ve Uygulama-*, Gazi Kitabevi, Ankara 2008.
- Barber, Brad M. ve Terrance Odean, “The Courage of Misguided Conviction: Trading Behavior of Individual Investors”, *Financial Analysts Journal*, Kasım/Aralık 1999. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances In Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005.
- Barberis, Nicholas ve Richard H. Thaler, “A Survey of Behavioral Finance”, İçinde; Editörler: George M. Constantinides, Milton Harris ve René M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V. 2003.
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics*, XLIX, 1998. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005.
- Barberis, Nicholas ve Richard H. Thaler, “A Survey of Behavioral Finance”. İçinde; Editör: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Russell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005.
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans, Teori, Kurum ve Araçları*, Ekin Kitapevi, Bursa 2001.

- Baştürk, Feride Hayırsever, *F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği*, Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 1564, Eskişehir 2004.
- Benartzi, Shlomo ve Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle", İçinde; Editörler: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York 2005.
- Bernstein, William, *Yatırımın Dört Temel Taşı*, Scala Yayıncılık, Birinci Basım, İstanbul 2005.
- Bildik, Recep, *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İMKB Yayını, İstanbul 2000.
- Binswanger, Mathias, *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth: New Dimensions in The Co-evolution of Real and Financial Markets*, Edward Elgar Publishing Inc., Northampton 1999.
- Bolak, Mehmet, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım, 4. Baskı, İstanbul 2001.
- , *Risk ve Yönetimi*, Birsen Yayınevi, İstanbul 2004.
- Bozkurt, Ünal, *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İktisat Bankası Eğitimi Yayınları No:4, 1998.
- Brigham, Eugene F., *Finansal Yönetimin Temelleri*, Cilt1, Çevirenler: Özdemir Akmut ve Halil Sariaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları No: 206, Ankara 1996.
- Buzlupınar, Elif, *Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı Türkiye Üzerine Değerlendirmeler*, SPK Yayınları No:47, Ankara 1996.
- Canbaş, Serpil ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Karahan Kitapevi, Genişletilmiş 4. Baskı, Adana 2007.
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz, *Borsa'da Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Ekin Kitapevi, Geliştirilmiş 3. Baskı, Bursa 1998.
- Çağırman, Haluk, *Finans Piyasalarında Bermuda Şeytan Üçgeni-Borsada Grafik ve Göstergelerle Uygulamalı Sistemik Teknik Analiz*, Siyasal Yayıncılık, Ankara 1999.
- Çanakcı, Ekrem, *İMKB'de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Finansal Analizi (2005-2007)*, Araştırma Raporu, SPK Yayınları, Ankara 2008.

- Dalğar, Hüseyin, *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 249, İstanbul 2007.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer ve Avanidhar Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *Journal of Finance*, LIII (6), 1998. İçinde; Editörler: Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Cilt II, Russell Sage Foundation, New York 2005.
- Demir, Ahmet, Oktay Küçükiremitçi, Semra Pekkaya ve Aykan Üreten, *Fiyat/ Kazanç Oranına ve Firma Büyüklüğüne Gore Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Değerlendirilmesi*, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İMKB Yayını, İstanbul 1997.
- Derelioğlu, Deniz, *Dünya'da Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler*, TÜGİAD, Ankara 2001.
- Döm, Serpil, *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, İstanbul 2003.
- Efe, Ercan, *İstatistiksel Örnek Büyüklüğü*, T.C. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Rektörlüğü, Yayın No 73, Ders Kitapları Yayın No 9 (Özel Baskı), Kahramanmaraş 2000.
- Erdinç, Yaşar, *Borsada Analiz*, Siyasal Kitapevi, Ankara 1998.
- Erdinç, Yaşar, *Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor*, Siyasal Kitapevi, Ankara 2004.
- Erdoğan, Muammer, *Finansal Yönetim*, Aktif Yayınevi, Erzurum 2009.
- Erdoğan, Oral ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul 1998.
- Erol, Ahmet ve A. Ercan Yıldırım, *Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi*, Yaklaşım Yayınları, Ankara 2003.
- Fama, Eugene, *Sermaye Piyasalarında Etkinlik*, Ceviren: U. Oğuz Altun ve Aslı Günel, Finans Teorisinin Temel Makaleleri, Editör: Prof. Dr. Cengiz Erol, SPK Yayınları, Ankara 1998.
- Francis, Jack Clark, *Investments: Analysis and Management*, McGraw-Hill Book Company, İkinci Baskı, New York 1976.
- Gökçe, Birsen, *Toplumsal Bilimlerde Araştırma*, Savaş Yayınları, Ankara 1988.
- Gürbüz, A. Osman ve Yakup Ergincan, *Şirket Değerlemesi –Klasik ve Modern Yaklaşımlar-*, Literatür Yayınları, İstanbul 2004.
- Ippolito, Richard A., Pensions, *Economics and Public Policy*, Pension Research Council, Illinois 1986.

- İMKB, *Sermaye Piyasaları ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB Yayınları, 22. Basım, İstanbul 2008.
- Kalaycı, Şeref (Editör), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, 3. Baskı, Ankara 2008.
- Kanalıcı, Hülya, *Hisse Senedi Fiyatının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:77, Ankara 1997.
- Karan, Mehmet B., *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara 2001.
- Karasar, Niyazi, *Bilimsel Araştırma Yöntemi*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2005.
- Karaşin, A. Gültekin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Özkan Matbaacılık, 2. Basım, Ankara 1987.
- Karslı, Muharrem, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan Matbaacılık, 4.Basım, İstanbul 1994.
- Kılıç, Saim, *Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*, İMKB Yayınları, Ankara 2002.
- Kıyılar, Murat, *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi – Test Edilmesi-*, SPK Yayınları, Ankara 1997.
- Koçel, Tamer, *İşletme Yöneticiliği*, Arıkan Yayınevi, 10. Bası, İstanbul 2005.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Gözden Geçirilmiş 3. Baskı, Bursa 2006.
- Mackinnon, Neil ve Paul Neal, *Economics: A Guide for The Financial Markets*, Ifr Publishing 1992.
- Montier, James, *Behavioral Finance, Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley&Sons Lrd, New York 2002.
- Murphy, John J., *Technical Analysis of The Financial Markets*, New York Institute of Finance, New York 1985.
- , *Görsel Yatırımcı Borsada Teknik Analiz*, Çeviren: Ali Perşembe, Skala Yayıncılık, İstanbul 1998.
- Nofsinger, John R., *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it*, Pearson Education, One Lake Street 2001.
- Nomer, Cahit ve Hüseyin Yunak, *Sigortanın Genel Prensipleri*, Milli Reasürans TAŞ Yayını, İstanbul 2000.

- Önal, Y. Beyazıt, *Dünya’da Özel Emeklilik Fonları Uygulamaları: Yeni Yasa Tasarısı Çerçevesinde, Türkiye’de Bireysel Özel Emeklilik Sisteminin İrdelenmesi ve Bazı Öneriler Geliştirmeye Yönelik Bir Araştırma*, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3, İstanbul 2001.
- Özçam, Ferhat, *Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, SPK Yayınları, Ankara 1996.
- Özçam, Mustafa, *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*, SPK Yayınları, Ankara 1997.
- Özer, Gökhan, *Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler - İMKB’de Deneysel Bir Analiz*, SPK Yayınları, Ankara 1996.
- Özmen, Tahsin, *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*, SPK Yayınları, Ankara 1997.
- Öztürkatalay, Volkan, *Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma*, İMKB Yayınları, İstanbul 2005.
- Patel, Sandeep A., “Characteristics-Based Premia in Emerging Markets: Sector-Neutrality, Cycles and Cross-Market Correlation”, İçinde; Editörler: Keim, Donald B. ve William T. Ziemba, *Security Market Imperfections in World Wide Equity Markets*, Cambridge University Press, New York 2000.
- Pompian, Michael M., *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey 2006.
- Rees, Bill, *Financial Analysis*, Prentice Hall, New York 1990.
- Rejda, George E., *Principles of Risk Management and Insurance*, Addison Wesley Longman, 7. Baskı, Boston 2001.
- Rodoplu, Gültekin, *Para ve Sermaye Piyasaları*, Tuğra Ofset, Isparta 2001.
- Sarı, Yusuf, *Borsada Sistemli Teknik Analiz*, Alfa Yayıncılık, İstanbul 1998.
- Sarıkamış, Cevat, *Sermaye Pazarları*, Alfa Basım Yayım Dağıtım, Genişletilmiş 4. Basım, İstanbul 2000.
- Sharpe, William F. ve Gordon J. Alexander, *Investment*, Englewood, Prentice Hall, 4. Baskı, New York 1990.
- Shefrin, Hersh, A *Behavioral Approach to Asset Pricing*, Academic Press, 2. Baskı, Burlington 2008.
- Shleifer, Andrei, *Inefficient Markets, An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, New York 2000.

- Soydemir, Selim, *Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri (1981-1993), Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi*, SPK Yayınları, Ankara 1996.
- SPK, *Yatırım Fonları*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Timasat Basım Sanayi, İstanbul 2003.
- Sumer, Ayşe, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*, Alfa Yayınları, Geliştirilmiş 3.baskı, İstanbul 2002.
- Susar, Özkan, *Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, Adalet Yayınevi, Ankara 2004.
- Şahin, Mahmut, *Borsada Teknik Analiz*, İstanbul 1992.
- Ünal, Oğuz Kürşat, *Menkul Kıymetler*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1988.
- Ünal, Targan, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul 1995.
- Uyar, Aydın, *Hisse Senedi Yatırımcıları İçin Temel Analiz –Bilanço Okuma Teknikleri-*, Beta Basım, İstanbul 2001.
- Williams, Edward E. ve M. Chapmon Findlay, *Investment Analysis*, Prentice Hall, New Jersey 1974.
- Zaimoglu, Tülay, *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*, SPK Yayınları, Ankara 2001.

#### MAKALELER

- Akgün, Ali İhsan, “Enflasyonun Finansal Yönetim Üzerine Etkileri”, *Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, VI (1), 1996.
- Aras, Güler ve Alövsat Müslümov, “Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası Gelişmesi: Nedensellik İlişkisi Analizi”, *İMKB Dergisi*, VIII (29), 2004, 1-16.
- Ark, Ali Haydar, “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, *Activeline*, Mart-Nisan 2002.
- Aybar, Cahit, “Day of the Week Anomaly: A Contrary Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, XXII (1), 1993, 157-168.
- Aydın, Yaşar, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, *Standard Dergisi*, XXXIII (516), 2004, 51-65.
- Aydoğan, Kürşat, “Hisse Senedi Fiyatlamasında Aykırılıklar”, *İşletme ve Finans Dergisi*, IX (100), 1994, 83-89.

- Banz, Rolf W., "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, IX, 1981, 3-18.
- Basu, Senjoy, "Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, XXXII (3), 1977, 663-682.
- Basu, Senjoy, "The Relationship Between Earning's Yield, Market Value and The Returns for NYSE Common Stocks: Further Evidence", *Journal of Financial Economics*, XII (1), 1983, 129-156.
- Başpınar, Ahmet, "Finansal Analiz Tekniklerinin Sigorta Şirketi Mali Tablolarına Uygulanması", *Maliye Dergisi*, (149), 2005, 5-35.
- Bayazıtlı, Ercan, "Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yeni Dönem: Bireysel Emeklilik", *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, II (7), 2002.
- Bayraktutan, Yusuf ve Mustafa Şahin, "Bireysel Emeklilik Sektörünün Gelişimi ve Bilgi-Bilişim Teknolojilerinin Kullanımı", *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, II (2), 2007, 96-109.
- Benartzi, Shlomo ve Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, CX (1), 1995, 73-92.
- Boulier, Jean François, ShaoJuan Huang ve Grégory Taillard, "Optimal Management Under Stochastic Interest Rates: The Case of a Protected Defined Contribution Pension Fund", *Insurance: Mathematics and Economics*, XXVIII (2), 2001, 173-189.
- Bourgeois, J. ve J. Lussier, "P/Es and Performance in the Canadian Market", *Canadian Investment Review*, Spring 1994.
- Canbaş, Serpil ve Serkan Yılmaz Kandır, "Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu İle İncelenmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (29), 2006, 26-39.
- Canbaş, Serpil, Serkan Yılmaz Kandır ve Ahmet Erişmiş, "İMKB Şirketlerinde Büyüklük ve Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisinin Analizi", *İMKB Dergisi*, X (39), 2008, 1-18.
- Cheung, Yan-Leung, "Intraday Returns and the Day-End Effect: Evidence From the Hong Kong Equity Market", *Journal of Business Finance & Accounting*, XXII (7), 1995, 1023-1034.
- Çimat, Ali ve Ozan Bahar, "Bireysel Emeklilik Sistemi", *Vergi Raporu Dergisi*, (58), 2002.



- Daniel, Kent ve Sheridan Titman, "Market Efficiency in an Irrational World", *Financial Analysts Journal*, LV (6), 1999, 28-40.
- De Bondt, Werner F. M. ve Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, XL (3), 1985, 793-805.
- De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers ve Rodert J. Waldmann, "Noise Trader Risk in Financial Markets", *Journal of Political Economy*, XCVIII (4), 1990, 703-738.
- Demirer, Rıza ve Mehmet B. Karan, "An Investigation of the Day of the Week Effect on Stock Returns in Turkey", *Emerging Markets Finance and Trade*, XXXVIII (2), 2002, 47-77.
- Ding, David K., Charlie Charoenwong ve Raymond Seetoh, "Prospect Theory, Analyst Forecasts, and Stock Returns", *Journal of Multinational Financial Management*, XIV (4-5), 2004, 425-442.
- Espahbodi, Reza, Amitabh Dugar ve Hassan Tehranian, "Further Evidence on Optimism and Underraction in Analysts' Forecasts", *Review of Financial Economics*, X (1), 2001, 1-21.
- Fama, Eugene, "The Behaviour of Stock Market Prices", *Journal of Business*, XXXVIII (1), 1965, 34-105.
- , "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, XXV (2), 1970, 383-417.
- , "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, XLVI (5), 1991, 1575-1617.
- Froot, A. Kenneth ve Emil M. Dabora, "How Are Stock Prices Affected By The Location Of Trade?", *Journal of Financial Economics*, LIII (2), 1999, 189-216.
- Hirshleifer, David, "Investor Psychology and Asset Pricing", *Journal of Finance*, LVI (4), 2001, 1533-1597.
- Jaffe, Jeffrey ve Randolph Westerfield, "Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of the Year Effects", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, XX (2), 1985, 261-272.
- Jain, Prem C. ve Gun-Ho Joh, "The Dependence Between Hourly Prices and Trading Cilt", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XXIII (3), 1988, 269-283.
- Kahneman, Daniel ve Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, XLVII (2), 1979, 263-291.

- , "Choices, Values, and Frames", *American Psychologist*, XXXIX (4), 1984, 341-350.
- Kahneman, Daniel ve Mark W. Riepe, "Aspects Of Investor Psychology", *Journal of Portfolio Management*, XXIV (4), 1998, 62-63.
- Karan, Mehmet B. ve A. Uygur, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (56), 2001, 103-116.
- Karan, Mehmet Baha, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Hafta Sonu Etkisi", *Yaklaşım*, (20), 1994, 99-109.
- , "Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat/ Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *İşletme- Finans Dergisi*, XI (119), 1996, 105-127.
- , "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, I (2), 2001, 280-281.
- Kıymaz, Halil, "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi B Tip Fonlar Uygulaması", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, XII (138), 1997, 21-36.
- Koç, Selman, "4369 Sayılı Kanun Çerçevesinde Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Paylarının Vergilendirilmesi", *Vergi Dünyası Dergisi*, (214), 1999, 1-15.
- Köse, Ahmet, "Etkin Pazar Kuramı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Etkin Pazar Kuramının Zayıf Şeklini Test Etmeye Yönelik Bir Çalışma – Filtre Kuralı Testi", *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, XXII (2), 1993, 105-117.
- Köse, Ali ve K. Batu Tunay, "Türk Sigorta Sektörünün Ekonomik Performansı: 1990'lara İlişkin Bir Değerlendirme", *Sigorta Dergisi*, (94), 1998, 39-46.
- Lakonishok, Josef ve Seymour Smidt, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", *Review of Financial Studies*, I (4), 1988, 403-425.
- Lakonishok, Josef, A. Schleifer ve R. W. Vishny, "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", *The Journal of Finance*, XLIX (5), 1994, 1541-1578.
- McInish, Thomas H. ve Robert A. Wood, "A Transaction Data Analysis Variability of Common Stock Returns During 1980-1984", *Journal of Banking and Finance*, XIV (1), 1990, 99-112
- Muradoğlu, Gülnur ve Oktay Türkay, "Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Etkinlik: Takvim Anomalileri", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, XI, 1993, 51-62.

- Odean, Terrance, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *Journal of Finance*, LIII (5), 1998, 1775-1798.
- Oksay, Suna, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemelere İhtiyaç ve Türk Finans Sistemi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Öneri Dergisi*, 2000, 1-8.
- Özen, Aysun, "Yürekten bağlılık: Nereye kadar?", *Pivolka*, III (14), 2004, 15-17.  
<http://www.elyadal.org/pivolka/14/baglilik.htm>
- Rabin, Matthew, "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, XXXVI (1), 1998, 11-46.
- Reinganum, Mark, "A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect", *Journal of Finance*, XXXVII, 1982, 27-35.
- Rogalski, Richard J., "New Findings Regarding Day-of-the-week Return Over Trading and Non-Trading Periods A note", *Journal of Finance*, XXXIX, 1984, 1603-1614.
- Rouwenhorst, K. Geert, "Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets", *Journal of Finance*, LIV, 1999, 1439 – 1464.
- Schot, John W., "Premier For Investor Behavior", *Psychology Today*, XXXI, 1998, 56-57.
- Sevim, Şerafettin, Birol Yıldız ve Soner Akkoç, "Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, IX (35), 23-40.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond ve Amos Tversky, "Money Illusion", *The Quarterly Journal of Economics*, CXII (2), 1997, 341-374.
- Sie, Ting Lau, Chee Tong Lee ve Thomas H.Mcinish, "Stock Returns and Beta, Firm Size, E/P, CF/P, Book to Market and Sales Growth: Evidence From Singapore and Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, XII (3), 2002, 207-22.
- Smirlok, Michael ve Laura Starks, "Day-of-the-Week and Intraday Effects in Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, XVII (1), 1986, 197-210.
- Solnik, Bruno ve Bousquet Laurence, "Day of the Week Effect on the Paris Bourse", *Journal of Banking & Finance*, XIV (2-3), 1990, 461-468.
- Sullivan, Kathryn, "Corporate Managers' Risky Behavior: Risk Taking or Avoiding?" *Journal of Financial and Strategic Decisions*, X (3), 1997, 63-74.
- Suzuki, Makoto, "PSR-an Efficient Stock Selection Tool?", *International Journal of Forecasting*, XIV (2), 1998, 245-254.

- Süer, Ömür, “Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma”, *Öneri Dergisi*, VII (28), 2007, 97-105.
- Şen, Mehmet, “Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulaması”, *İktisat, İşletme ve Finans*, XVIII (209), 2003, 82-92.
- Taner, Berna ve G. Cenk Akkaya, “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, *Muhasebe ve Finans Dergisi*, (27), 2005, 47-54.
- Thaler, Richard H., “Mental Accounting Matters”, *Journal of Behavioral Decision Making*, XII (3), 1999, 183 – 206.
- Tunçel, Ahmet Kamil, “İMKB’de Haftanın Günü Etkisi”, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, (13), 2007, 252-265.
- Tversky, Amos ve Daniel Kahneman, “Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, CLXXXV (4157), 1974, 1124-1131.
- Usul, Hayrettin, İsmail Bekçi ve A. Hüsrev Eroğlu, “Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (19), 2002, 135-150.
- Ülkü, Numan, “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi*, V (17), 2001, 101-132.
- Wong, Kie Ann, Tak Hee Hui ve Choy Yin Chan, “Day-of-the-Week Effects: Evidence from Developing Stock Markets”, *Applied Financial Economics*, II (1), 1992, 49-56.
- Wood, Robert A., Thomas H. Mcinich ve Keith Ord, “An Investigation of Transaction Data for NYSE Stocks”, *Journal of Finance*, XL, 1985, 723-729.
- Yıldırım, Nuri, “Firma Büyüklüğü ve Defter Değeri-Piyasa Değeri Etkileri: İMKB Örneği”, *İMKB Dergisi*, VIII (31), 1-18.
- Zor, İsrail ve Suphi Aslanoğlu, “Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye’de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (26), 2005, 184-185.

**TEZLER**

- Bay, Erkan, *Türk Sermaye Piyasası'nda Kurumsal Yatırımcılar ve Etkinliği* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2001.
- Ekinci, Selma, *Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Üzerindeki Rolü* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2002.
- Giuseppe, Cornicello, *Behavioral Finance and Speculative Bubble*, Università Commercial Luigi Bocconi, Master Thesis, Milano 2004.
- İşseveroğlu, Gülsün, *Sigorta Şirketlerinde Finansal Başarının Ölçülmesi ve Bir Uygulama* (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa 2005.
- Küçükşille, Engin, *Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2004.
- Rodriguez, Javier, *Essays In Behavioral Finance*, A Dissertation Presented to The Faculty of The C. T. Bauer College of Business University of Houston, in Partial Fulfilment of The Requirements for the Degree Doctor of Philosophy, December 2002.
- Sancakdar, Canan, *Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2006.
- Yönü, Ozan, *Kurumsal Yatırımlar ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2001.

**TARTIŞMA TEBLİĞLERİ ve DERS NOTLARI**

- Balaban, Ercan, *Informational Efficiency of The Istanbul Securities Exchange and Some Rationale for Public Regulation*, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper No:9502, 1995a.
- Balaban, Ercan, *Some Empirics of The Turkish Stock Market*, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper No:9508, 1995b.

Lawrance, Cunningham, *Behavioral Finance and Investor Governance*, Cardozo Law School, Public Law and Legal Theory Research Paper Series, Working Paper No:32, 2001. <http://ssrn.com/abstract=255778>

Yalçinkaya, Timuçin, *Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları*, Muğla Üniversitesi, Tartışma Tebliği, No: 2004/05.

Shiller, Robert J., *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*, Yale University, Working Paper, 1997.

### BİLDİRİLER

Durukan, Banu, “Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kamtlar”, *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu, Bildiriler Kitabı*, İstanbul 2004.

Çağatay, Ergenekon, “Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası’na Yansımalar”, *II. ODTÜ Ekonomi Kongresi, Bildiriler Kitabı*, Ankara, 1998.

Döm, Serpil, “Yatırımcı Psikolojisi”, *8. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Teknik Üniversitesi, Bildiriler Kitabı*, İstanbul 2004.

### İNTERNET KAYNAKLARI

Barber, Brad M. ve Terrance Odean, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

Barberis, Nicholas, Prospect Theory Applications in Finance, [http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein\\_class\\_07b.pdf](http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein_class_07b.pdf), (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

Barone, E., The Italian Stock Market: Efficiency and Calendar Anomalies, SSRN Electronic Library ID-512503, 1989.

Bildik, Recep, Are Calendar Anomalies Still Alive?:Evidence from Istanbul Stock Exchange, SSRN Electronic Library ID-598904, 2004.

Dursun, Hasan, Suçun Ekonomik Modelleri, İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, 1997. <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/dursunh/suc.html> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

Estrada, Javier, Law and Behavioral Economics, 2001. <http://webprofesores.iese.edu> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

<http://www.kyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> (Erişim Tarihi: 04.03.2009)

<http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.06.2009)

Kaya, Abdullah ve Bilgehan Yazıcı, Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü, 2002.

[www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal\\_Yatirimci\\_BYazici.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal_Yatirimci_BYazici.pdf), (Erişim Tarihi: 20.03.2009)

KYD, Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri, Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği, [www.kyd.org.tr](http://www.kyd.org.tr) (Erişim Tarihi: 20.03.2009)

Sewell, Martin, 2005, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

Shefrin, Hersh, Editor; Behavioral.Finance, 2001.

<http://introduction.behaviouralfinance.net/> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

SPK, Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi,

<http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/pysindex.html?tur=pys>, 2009 (Erişim Tarihi: 15.04.2009)

The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith, Advanced information on the Prize in Economic Sciences 2002, 17 December 2002. <http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/ecoadv02.pdf> (Erişim Tarihi: 17.05.2009)

#### **KANUN ve TEBLİĞLER**

6762 sayılı Türk Ticaret Kanununun 1263. maddesi.

Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama, Sermaye Piyasası Kurulunun 10.05.2002 Tarih ve 22/646 Sayılı Kararı.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No:11)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No:15).

Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği, md. 13.

Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4).

**EK-1**  
**İllere Göre Bireysel Hisse Senedi Yatırımcı Sayıları**

İL KODLARI	İLLER	YATIRIMCI SAYISI	İL KODLARI	İLLER	YATIRIMCI SAYISI
1	ADANA	25.171	42	KONYA	11.865
2	ADIYAMAN	2.610	43	KÜTAHYA	5.560
3	AFYON	6.434	44	MALATYA	4.934
4	AĞRI	1.129	45	MANİSA	16.030
5	AMASYA	2.775	46	KAHRAMANMARAŞ	3.011
6	<b>ANKARA</b>	<b>116.160</b>	47	MARDİN	1.592
7	<b>ANTALYA</b>	<b>28.545</b>	48	MUĞLA	14.299
8	ARTVİN	1.693	49	MUŞ	443
9	AYDIN	14.788	50	NEVŞEHİR	2.400
10	BALIKESİR	21.013	51	NİĞDE	2.238
11	BİLECİK	2.022	52	ORDU	3.443
12	BİNGÖL	681	53	RİZE	2.485
13	BİTLİS	812	54	SAKARYA	6.905
14	BOLU	3.817	55	SAMSUN	9.079
15	BURDUR	2.708	56	SİİRT	783
16	<b>BURSA</b>	<b>37.472</b>	57	SİNOP	1.848
17	ÇANAKKALE	6.671	58	SİVAS	3.356
18	ÇANKIRI	1.371	59	TEKİRDAĞ	7.869
19	ÇORUM	3.655	60	TOKAT	3.232
20	DENİZLİ	14.427	61	TRABZON	7.495
21	DİYARBAKIR	4.336	62	TUNCELİ	702
22	EDİRNE	4.912	63	ŞANLIURFA	2.279
23	ELAZIĞ	3.053	64	UŞAK	6.026
24	ERZİNCAN	1.329	65	VAN	1.876
25	<b>ERZURUM</b>	<b>2.759</b>	66	YOZGAT	2.042
26	ESKİŞEHİR	9.872	67	ZONGULDAK	10.593
27	GAZİANTEP	6.643	68	AKSARAY	1.888
28	GİRESUN	2.700	69	BAYBURT	407
29	GÜMÜŞHANE	828	70	KARAMAN	1.795
30	HAKKARİ	457	71	KIRIKKALE	2.903
31	HATAY	9.090	72	BATMAN	1.921
32	ISPARTA	5.816	73	ŞIRNAK	545
33	MERSİN	17.070	74	BARTIN	1.771
34	<b>İSTANBUL</b>	<b>315.839</b>	75	ARDAHAN	320
35	<b>İZMİR</b>	<b>97.372</b>	76	İĞDIR	546
36	KARS	1.071	77	YALOVA	3.102
37	KASTAMONU	2.630	78	KARABÜK	13.836
38	KAYSERİ	8.275	79	KİLİS	504
39	KIRKLARELİ	4.150	80	OSMANİYE	1.905
40	KİRŞEHİR	1.228	81	DÜZCE	1.793
41	KOCAELİ	20.571	0	YURTDIŞI	4.942
<b>TOPLAM</b>					<b>984.518</b>
<b>Araştırma Kapsamındaki İllerin Bireysel Yatırımcılarının Toplam Bireysel Yatırımcıya Oranı</b>				<b>598.147 / 984.518</b>	<b>%61</b>

**Kaynak:** <http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.06.2009)



EK-2

**BİREYSEL YATIRIMCI ANKETİ**

Bu anket çalışması, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde yürütülmekte olan doktora tezi kapsamında gerçekleştirilmektedir. Elde edilen bilgiler çalışma amacı dışında kesinlikle kullanılmayacaktır. Anket sorularına vereceğiniz cevaplar, doktora çalışmasının başarıyla tamamlanmasında etkili olacaktır.

**Prof. Dr. Muammer ERDOĞAN / Arş. Gör. Bekir ELMAS**  
Tel: 0 505 302 06 96

- Cinsiyetiniz:** ① Kadın ② Erkek  
**Medeni durumunuz:** ① Evli ② Bekar  
**Yaşınız:** ① 18-29 ② 30-39 ③ 40-49 ④ 50-59 ⑤ 60-69 ⑥ 70 ve üstü  
**Eğitim durumunuz:** ① Okur/yazar ② İlköğretim ③ Lise ④ Üniversite ⑤ Master / Doktora  
**Hisse senedi yatırımı süreniz:** ① 1 yıldan az ② 1-3 yıl ③ 4-6 yıl ④ 7-10 yıl ⑤ 10 yıldan fazla  
**Yatırımlarınızda hisse senedi oranınız:** ① %25'in altında ② %25-49 arası ③ %50-74 arası ④ %75-100 arası  
**Hisse senedi portföyü yatırım değeriniz:** ① 1.000 TL'den az ② 1.001-5.000 TL ③ 5.001-10.000 TL  
 ④ 10.001-50.000 TL ⑤ 50.001-100.000 TL ⑥ 100.000 TL'den çok

Aşağıdaki ifadelerle katılıp katılmadığınızı belirtir misiniz?		① Tamamen Katılmıyorum	② Katılmıyorum	③ Kararsızım	④ Katılıyorum	⑤ Tamamen Katılıyorum
1	Hisse senetleri Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağlar.	①	②	③	④	⑤
2	Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar.	①	②	③	④	⑤
3	Hisse getirilerini hissenin Fiyat / Kazanç Oranı etkiler.	①	②	③	④	⑤
4	Hisse getirilerini hissenin Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı etkiler.	①	②	③	④	⑤
5	Belirli bir kaybın verdiği üzüntü aynı miktarda kazancın vereceği memnuniyetten daha büyüktür.	①	②	③	④	⑤
6	"Kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisseleri iyidir" (Büyük bankalar, büyük sanayi şirketleri v.s)	①	②	③	④	⑤
7	Yatırımcılar geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak gelecekle ilgili karar verirler.	①	②	③	④	⑤
8	Bir iki yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski seviyelerine döner ve hatta o seviyeleri de geçer.	①	②	③	④	⑤
9	Kısa vadede kazanan hisseleri alarak ve kaybedenleri satarak yüksek getiri elde edilebilir.	①	②	③	④	⑤
10	Orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alarak ve kazananları satarak yüksek getiri elde edilebilir.	①	②	③	④	⑤
11	Uzun süre iyi haberler kaydederek fiyatı yükseliş trendine giren hisseler alınabilir.	①	②	③	④	⑤
12	Uzun süre kötü haberler kaydederek fiyatı düşüş trendine giren hisseler satılabilir.	①	②	③	④	⑤
13	Bir süre yüksek getiriler sağlayan hisseler bir zaman sonra düşme, düşük getiriler sağlayan hisseler ise yükselme eğilimindedir.	①	②	③	④	⑤
14	Kurumsal yatırımcılar bir hisseyi alıma geçtiklerinde o hisse yükselir.	①	②	③	④	⑤
15	Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin "kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.	①	②	③	④	⑤
16	İyi bir hisse senedi yatırımcısı olduğunuza katılır mısınız?	①	②	③	④	⑤
17	Kazancınızın olduğu bir hisseyle ilgili 'zaten bu hissenin yükseleceği belliydi' görüşüne katılırmısınız?	①	②	③	④	⑤
18	Yatırımcı kazandıktan sonra yüksek risk, kaybettikten sonra düşük risk alma eğilimindedir.	①	②	③	④	⑤
19	Yatırımcı diğer yatırımcılarında kendi aldığı hisseye yatırım yaptıklarını anlayınca yatırımının iyi olduğu düşüncesine kapılır.	①	②	③	④	⑤

Aşağıdaki sorularda size uygun olan şıkki işaretler misiniz?		① Hiç	② Nadiren	③ Ara Sıra	④ Sık Sık	⑤ Sürekli
1	Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?	①	②	③	④	⑤
2	Yatırımlarınızda çeşitlendirme yaparak birkaç farklı araca (hisse senedi, tahvil gibi) yatırım yaparmısınız?	①	②	③	④	⑤
3	Çok yüksek meblağ ve risk içeren yatırımları tercih eder misiniz?	①	②	③	④	⑤
4	Yatırımlarınızı çok dikkatli ve özenle seçer misiniz?	①	②	③	④	⑤
5	Kaybetmekten korkar mısınız?	①	②	③	④	⑤
6	Bölgenizde bulunan şirketlere yatırım yapıyor musunuz?	①	②	③	④	⑤
7	Borsada sürekli olarak takip ettiğiniz belirli şirketlere öncelikli yatırım yapar mısınız?	①	②	③	④	⑤
8	Kendi öncelikli bilgilerinize aşırı güvenir misiniz?	①	②	③	④	⑤

Lütfen arka sayfaya geçiniz...

1. Birikimlerinizin yönetilmesini uzmanlara bırakmayıp bizzat kendiniz tarafından yapılmasının sebepleri nelerdir? (Birden fazla seçim yapılabilir)
- ① Yatırımdan aldığım kişisel tatminin azalacağı düşüncesi
  - ② Kendi kişisel bilgi ve tecrübelerime güvenmekte oluşum
  - ③ Yatırım tercihlerimde daha esnek davranabilmekte oluşum
  - ④ Diğer (Lütfen belirtiniz).....
2. Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkta gözden geçirirsiniz?
- ① Her gün
  - ② Birkaç günde bir
  - ③ Haftada bir
  - ④ Ayda bir kez
  - ⑤ Birkaç ayda bir
  - ⑥ Fikrim yok
  - ⑦ Düzenli olarak, fakat belirli bir periyot veremem
3. Hisse senetlerini ortalama elde tutma süreniz nedir?
- ① 1 haftadan az
  - ② 1-4 hafta arası
  - ③ 31-60 gün
  - ④ 61-90 gün
  - ⑤ 91-120 gün
  - ⑥ 121 günden fazla
4. Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?
- ① % 25 İhtimalle 3.000 TL kazanma
  - ② % 20 İhtimalle 4.000 TL kazanma
5. Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?
- ① % 100 İhtimalle 3.000 TL kazanma
  - ② % 80 İhtimalle 4.000 TL kazanma
6. A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri %20 getiri sağlarken, B hisselerinin %20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?
- ① A hisselerini
  - ② B hisselerini
7. Kriz döneminde 20.000 TL tutarında hisse senedi yatırımınız ve ilerleyen zamanda 6.000 TL'lik zarar etmeniz söz konusu olup önünüzde aşağıdaki gibi iki alternatif bulursa hangi alternatifi seçersiniz?
- ① %100 zararın 2.000 TL'lik kısmını kurtarma
  - ② %33.3 ihtimalle muhtemel zararın tamamını yani 6.000 TL'yi kurtarma, %66.6 ihtimalle ise hiçbir şey kurtaramama
8. Yukarıda anlatılan durumda aşağıdaki alternatiflerle karşı karşıya olsanız hangisini seçersiniz?
- ① Sonuçta %100 ihtimalle 4.000 TL zarar etme
  - ② %33.3 ihtimalle hiç zarar etmeme, %66.6 ihtimalle ise 6.000 TL zarar etme
9. Hisse senedi yatırımlarınızda kazanmayla ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?
- ① %60 olasılıkla 5.200 TL kazanma, %40 olasılıkla hiç kazanmama
  - ② Kesin 3.120 TL'lik kazanma
10. Hisse senedi yatırımlarınızda kaybetmeyle ilgili aşağıdaki seçenekler arasında seçim yapmanız gerekseydi hangisini tercih ederiniz?
- ① %60 olasılıkla 3.900 TL kayıp, %40 olasılıkla ise hiç kaybetmeme
  - ② Kesin 2.340 TL'lik kayıp
11. Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına olan talep istikrarlı ve bu mala yatırım yapılırsa, kesin 575,000 TL'lik bir gelir elde edilecek. Oysa B ürününe yatırım yapılırsa elde edilecek gelir ürüne olan talebe bağlı olarak değişecek. Eğer talep düşük olursa 365,000 TL gelir elde ederken, eğer talep yüksek olursa 665,000 TL gelir elde edilecek. Yapılan pazar araştırmasına göre talebin düşük olma olasılığı %30, yüksek olma olasılığı ise %70. Maliyetler ise her iki ürün için de aynı ve 250,000 TL düzeyinde. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz?
- ① A ürünü
  - ② B ürünü
12. Hissesine sahip olduğunuz şirket A ve B gibi iki mal üretimi yapmak için yatırım yapmalı. A malına yatırım yapılması durumunda A malının maliyeti kesin olarak 250,000 TL olacak. B malının maliyeti ise hammadde fiyatlarına göre değişmekte. %70 ihtimalle maliyet 160,000 TL seviyesinde, %30 ihtimalle ise 460,000 TL seviyesinde olacak. Şirketin hangi ürün için yatırım yapmasını istersiniz?
- ① A ürünü
  - ② B ürünü
13. En son yaptığınız ve yanlış olduğunu düşündüğünüz işlem kararında rol oynayan neydi?
- ① Kendi analiziniz ve değerlendirmeniz sonucunda
  - ② Şans faktörü
  - ③ Aracı kurum yönlendirmesi sonucu
  - ④ Arkadaşlar yada meslektaşların yönlendirmesi sonucu
  - ⑤ Diğer (Lütfen belirtiniz).....

**Not:** Bu çalışmada ayrıca anketör hizmetini test etmek istemekteyiz. Bunun için bu anketin sizin tarafınızdan doldurulduğunu teyit edebilmemiz için bize telefon numaranızı verebilir misiniz. Telefon numaranızın sadece teyit için kullanılacağını başka hiçbir suretle kullanılmayacağını ve hiç kimseye verilmeyeceğini taahhüt ederiz. **Tel:** .....

**Göstermiş Olduğunuz İlgiden Dolayı Teşekkür Ederiz...**

**ÖZGEÇMİŞ**

<b>Kişisel Bilgiler</b>	
Adı Soyadı	Bekir ELMAS
Doğum Yeri ve Tarihi	Mersin / Erdemli - 10.03.1979
<b>Eğitim Durumu</b>	
Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi - İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Y. Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi - İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü - Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri	1 Alan Endekslı ve 4 Ulusal Hakemli Makale 3 Bildirili Sempozyum Katılımı
<b>İş Deneyimi</b>	
Stajlar	Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Stajı
Projeler	1 Adet BAP projesi
<b>İletişim</b>	
E-Posta Adresi	belmas@atauni.edu.tr
<b>Tarih</b>	30.07.2010