



T.C

GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI
DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ: TOKAT İLİ ÖRNEĞİ

Hazırlayan

Seda ALDEMİR

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe-Finansman Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Doç. Dr. Süleyman Serdar KARACA

TOKAT – 2015

DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI
DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ: TOKAT İLİ ÖRNEĞİ

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 03 /08 /2015

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

Başkan : Prof.Dr. Fatih Coşkun ERTAŞ

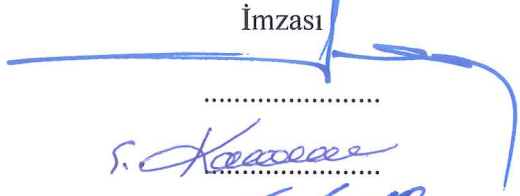
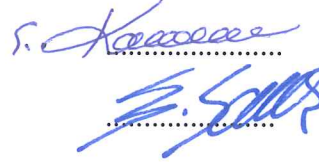
Üye : Doç.Dr. Süleyman Serdar KARACA

Üye : Yard.Doç.Dr. Eşref Savaş BAŞCI

Üye :

Üye :

İmzası


.....

.....

Bu tez, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun
..31../07../2015. tarih ve 23-03 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul
edilmiştir.

Prof.Dr.Mustafa ÇOLAK

Enstitü Müdürü:Enstitü. Müdürü



ETİK SÖZLEŞME

T.C.

GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu, bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçlara atıf yaptığımı ve kaynağımı gösterdiğimi beyan ederim.

(03 / 08 / 2015)

Seda ALDEMİR

imza



TEŞEKKÜR

Yüksek lisans tezimin oluşmasında akademik bilgi birikimi ve tecrübesi ve örnek kişiliğiyle rehberlik yaparak yolumu aydınlatan, bununla beraber çalışmam sırasında yakınlığını hiç bir zaman esirgemeyen danışmanım ve değerli hocam Sayın Doç. Dr. Süleyman Serdar KARACA'ya, tezin uygulama kısmındaki verilerin analizi konusunda yardımcı olan ve bu kısmı gözden geçiren minnet duyduğum iki değerli hocalarım Doç. Dr. Rüştü YAYAR ve Yrd. Doç. Dr. Eşref Savaş BAŞCI' ya, eğitim sürecindeki destekleri ve değerli katkılarında dolayı değerli hocalarım Prof. Dr. Fatih Coşkun ERTAŞ' a, Yrd. Doç. Dr. Mihriban Coşkun ARSLAN' a, Yrd. Doç. Dr. Emre ASLAN'a ve Araştırma Görevlisi Atila KARKACIER'e her zaman manevi desteklerini esirgemeyen benim daha iyi olmamı sağlayan sevgili hocalarım Yrd. Doç. Dr. Yusuf TEMUR ve Yrd. Doç. Dr. Yücel EROL'a en içten duygularım ile teşekkür ederim.

Yüksek lisans süreci boyunca her zaman samimi yardımlarını ve bu süreçteki eğitim hayatım boyunca içten paylaşımlarını derin olarak hissettiğim, emeğini asla ödemeyeceğim sevgili arkadaşım Mehmet Reşat DAĞ'a, tezime katkısını göz ardı edemeyeceğim değerli arkadaşım Kübra DURSUN'a ve Ayhan KÜÇÜK' e her zaman içtenlikle desteğini hissettiğim hayatımda hep var olmasını istediğim sevgili arkadaşım Sema KAÇAR'a en içten duygularım ile teşekkür ederim.

Haklarını asla ödemeyeceğim erdemli ve vicdanlı olmamı sağlayan benim ilk öğretmenim olan annem Rabia ALDEMİR' e ve babam Ahmet ALDEMİR'e, her an yanımda olan sevgileriyle besleyen, minnet duyduğum, iyi ki onlar dediğim en çok sevdiğim sevgili kardeşim Selda ALDEMİR'e ve sevgili kardeşim Abdullah ALDEMİR' e teşekkür ederim.

Seda ALDEMİR

Tokat-2015

ÖZET

Etkin Piyasalar Hipotezine göre; insanlar tamamen mantıklıdır. Ama son zamanlarda yapılan çalışmalarda insanların mantıklı davranmadıklarını gösteren bulgular ampirik çalışmalarla literatürde yerini almıştır. Bu nedenle finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların pekente mantıklı davranmadıkları söylenebilir. Çevresel faktörler, psikolojik faktörler ve sosyolojik faktörler bireysel yatırımcının kararında etkili olabilmektedir. Bu çalışmada Tokat ilindeki bireysel yatırımcıların yatırım kararı verme süreçlerinde etkili olan faktörlerin davranışsal finans yaklaşımıyla ele alınması amaçlanmıştır.

Çalışmamızda kullandığımız veri anket yöntemiyle toplandı. Kullandığımız ankette literatürdeki ölçeklerden yararlanarak sorular oluşturuldu ve Tokat ilinde ikamet eden bireysel işçi ve memur çalışanlar üzerine uygulandı. Uygulanan anket verileri istatistiksel analize tabi tutulduğunda, katılımcıların yatırım risk faktöründen etkilendikleri ve cinsiyete göre yatırım amaçlarında farklılık gösterdiği saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Finansal Yatırım, Risk, Yatırım Amacı.

ABSTRACT

According to Efficient-market hypothesis ; people are completely logical.. But recently people who don't behave logically have taken place in the empirical literature in financial study evidence of people do not behave for the financial decision logically have taken place in the empirical literature. Therefore, It can be said that individual investors who is taken place in financial markets isnt so logical. Environmental factors, psychological factors and social factors may also influence the decisions of individual investors.

This thesis study aiming to examine of the factors on individual investor in Tokat decision making process in terms of behavioral finance tendencies. Data was collected through questionnaire method used in our study. We used information about measures used in other surveys in the literature to create our data. And We applied this data on individual investors who are workers and civil servants. According to data; risk and investment objective has been found to be important factors for individual investors

Key Words: Behavioral Finance, Individual Investor, Financial Investment, Risk, Investment Objective.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	İ
ÖZET.....	İİ
ABSTRACT.....	İİİ
İÇİNDEKİLER.....	İV
TABLolar LİSTESİ.....	VI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	Vİİİ
KISALTMALAR LİSTESİ.....	X
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: FİNANSAL YÖNETİM VE PORTFÖY TEORİLERİ.....	2
1.1 FİNANSIN TANIMI.....	2
1.2. FİNANSIN TARİHSEL GELİŞİMİ	3
1.3. FİNANSAL YÖNETİMİN TEMEL AMACI.....	5
1.4. FİNANSAL YÖNETİCİNİN GÖREVLERİ	7
1.5. FİNANSAL YÖNETİM VE DİĞER BİLİM DALLARI İLE İLİŞKİSİ.....	8
1.5.1. Muhasebe	8
1.5.2. Ekonomi.....	8
1.5.3. Pazarlama, Üretim ve Sayısal Yöntemler.....	9
1.6. FİNANSAL YÖNETİMİN TEMEL FONKSİYONLARI.....	10
1.6.1. Finansal Analiz	10
1.6.2. Finansal Planlama ve Denetim	11
1.6.3. Fonların Sağlanması.....	12
1.6.4. Fonların Yatırımı.....	12
1.6.5. Özel Finansal Sorunların Çözümü	13
1.6.6. Finansman Kararları.....	13
1.7. FİNANSAL YÖNETİMDE GELENEKSEL VE MODERN PORTFÖY TEORİLERİ.....	15
1.7.1. Geleneksel Finans Teorileri	15
1.7.1.1. Beklenen Fayda Teorisi.....	17
1.7.1.2. Bayes Teoremi.....	17
1.7.1.3. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Rissai Yürüyüş Teorisi	18
1.7.2. Modern Portföy Teorileri	20
1.7.2.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)	21
1.7.2.2. Faktör Modelleri.....	24
1.7.2.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT).....	29
BÖLÜM 2: DAVRANIŞSAL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ.....	31
2.1. DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ.....	31
2.2. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI.....	32

2.3. DAVRANIŞSAL FİNANSIN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	35
2.4. EKONOMİ VE PSİKOLOJİDE KARAR VERME	36
2.5. DAVRANIŞSAL FİNANSIN DİĞER BİLİM DALLARI İLE OLAN İLİŞKİSİ.....	37
2.5.1. Psikoloji	37
2.5.2. Sosyoloji.....	38
2.5.3. Sosyal Psikoloji.....	38
2.6. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ.....	39
2.6.1. Bilişsel Eğilimler.....	39
2.6.2. Duygusal Eğilimler	46
2.6.3. Sürü Psikolojisi	49
2.7. YATIRIMCI DUYARLILIĞI	55
2.7.1. Yetersiz ve Aşırı Tepki Gösterme	55
BÖLÜM 3: DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI	
DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ: TOKAT ÖRNEĞİ	57
3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, KISITLARI VE HİPOTEZLERİ	57
3.1.1. Araştırmanın Amacı	57
3.1.2. Literatür Çalışması	57
3.1.3. Araştırmanın Kısıtları.....	59
3.1.4. Ana Kütle ve Verilerin Toplanması	59
3.1.5. Araştırmanın Hipotezleri:.....	60
3.2. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ	61
3.2.1. Araştırmanın Modeli	61
3.2.2. Veri Toplama Aracı.....	61
3.2.3. Ana Kütle Ve Örneklem.....	62
3.2.4. Verilerin Değerlendirilmesi Ve Uygulanan Analizler.....	62
3.3. BULGULAR	63
3.3.1. Demografik Bulgular	63
3.3.2. Yatırım Faktörlerine Ait Bulgular	65
SONUÇ.....	86
KAYNAKLAR.....	90
EK: BİREYSEL YATIRIMCI ANKET FORMU	97
ÖZGEÇMİŞ.....	101

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Parasal finansal Amaçlar.....	6
Tablo 1.2: Parasal Olmayan Finansal Amaçlar.....	6
Tablo 3.1: $\alpha= 0.05$ İçin Örneklem Büyüklükler.....	62
Tablo 3.2: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımı.....	63
Tablo 3.3: Ankete Katılan Yatırımcıların Medeni Hallerine Göre Dağılımı.....	63
Tablo 3.4: Katılan Yatırımcıların Yaş Aralığına Göre Dağılımı.....	64
Tablo 3.5: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Eğitim Düzeyleri.....	64
Tablo 3.6: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Meslek Dağılımı.....	64
Tablo 3.7: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Gelir Dağılımı.....	65
Tablo 3.8.a: Cinsiyet ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki-kare Analizi.....	65
Tablo 3.8.b: Cinsiyet ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	66
Tablo 3.9.a: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Ki-Kare Analizi.....	67
Tablo 3.9.b: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Anova Analizi.....	68
Tablo 3.9.c: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Scheffe Testi.....	69
Tablo 3.10.a: Yatırımcıların Eğitim Seviyeleri ile Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Ki- Kare Analizi.....	70
Tablo 3.10.b: Yatırımcıların Eğitim Seviyeleri ile Kişilikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	71
Tablo 3.11.a: Yatırımcıların Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişki Ki-kare Analizi.....	72
Tablo 3.11.b: Yatırımcıların Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	72
Tablo 3.11.c: Yatırımcıların Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Scheffe Analizi.....	73

Tablo 3.12.a: Cinsiyet ve Risk Arasındaki İlişkinin Ki-kare Analizi.....	74
Tablo 3.12.b: Cinsiyet ve Risk Arasındaki İlişkinin Bağımsız Örneklem T Testi Analizi.....	74
Tablo 3.13.a: Yatırımcıların Gelir Düzeyleri İle Yatırımlarını Takip Etme Düzeyleri Arasındaki İlişkinin Ki- kare Analizi.....	75
Tablo 3.13.b: Yatırımcıların Gelir Düzeyleri İle Yatırımlarını Takip Etme Düzeyleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	76
Tablo 3.14.a: Yatırımcıların Yaş Grupları ve Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Ki- Kare Analizi.....	77
Tablo 3.14.b: Yatırımcıların Yaş Grupları ve Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	78
Tablo 3.15.a: Yaş ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki- kare Analizi.....	79
Tablo 3.15.b: Yaş ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	80
Tablo 3.16.a: Anketin Uygulandığı İşçi Ve Memur Kesimindeki bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu ile Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki-kare Analizi.....	81
Tablo 3.16.b: Anketin Uygulandığı İşçi Ve Memur Kesimindeki bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu ile Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	81
Tablo 3.16.c: Anketin Uygulandığı İşçi Ve Memur Kesimindeki bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu ile Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Scheffe Testi.....	82
Tablo 3.17.a: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişki.....	83
Tablo 3.17.b: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi.....	84
Tablo 3.17.c: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Scheffe Testi.....	85

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Pazarlama, Üretim ve Sayısal Yöntemler Arasındaki İlişki.....	9
Şekil 1.2: Menkul Kıymet Pazar Doğrusu.....	24
Şekil 2.1: Davranışsal Finans; Psikoloji, Yatırımcı Davranışını Ve Buna Ek Olarak İçsel Ve Dışsal Faktörlerle Reaksiyon İle Karar Verme Şeması.....	34
Şekil 2.2: Rasyonel Finans İle İrrasyonel Finans'ın Yıllarını ve hipotezlerin Şeması.....	46
Şekil 2.3: Bilgisel Şelaleden Kaynaklanan Sürü Davranışı.....	52

KISALTMALAR LİSTESİ

CAPM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
SVFM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
FVPD	Finansal Varlık Pazar Doğrusu
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
PRP	Pazar Risk Primi
SMB	Küçük Firma Hisselerinden Oluşan Portföye Ait Getiri İle Büyük Firma Hisselerinden Oluşan Portföye Ait Getiri Arasındaki Farktır.
SH	Firma Büyüklüğü Açısından Küçük Ve B/M Oranı Açısından En Yüksek B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy
SL	Firma Büyüklüğü Açısından Küçük Ve B/M Oranı Temel Alındığında İse En Düşük B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy.
SM	Firma Büyüklüğü Açısından Küçük Ve B/M Oranı Açısından Orta Büyüklükte B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy.
BH	Firma Büyüklüğü Açısından Büyük Ve B/M Oranı Açısından En Yüksek B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy.
BM	Firma Büyüklüğü Açısından Büyük Ve B/M Oranı Açısından Orta Büyüklükte B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy
B/M	Defter Değeri / Piyasa Değeri Oranı
BL	Firma Büyüklüğü Açısından Büyük ve B/M Oranı Açısından En Düşük B/M Oranına Sahip Olan Hisselerden Oluşan Portföy.
HML	Yüksek B/M Oranına Sahip Hisselerden Oluşan Portföy Getirisi İle Düşük B/M Oranına Sahip Hisselerden Oluşan Portföy Getirisi Arasındaki Fark.
FVFM	Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
APT	Arbitraj Fiyatlama Teorisi
AFT	Arbitraj Fiyatlama Teorisi
AFM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
CFO	Şirketteki Finans Baş Sorumlusu
FMP	Finansal piyasa Katılımcıları

GİRİŞ

Geleneksel finasta insanlar homoeconomics olarak tanımlanmaktadır. Rasyonel insanlardan beklenen davranışlar kendi çıkarlarının maksimizasyonunu amaçlamaktır. Bu nedenle de piyasaların etkin olduğu varsayılmaktadır.

Yapılan çalışmalar neticesinde geleneksel finansın varsayımı olan rasyonel insan örneğinin olmadığı ve kişilerin duygusal, sosyokültürel ve çevresel faktörlerden etkilendiği ortaya konulmuştur. Bu nedenle insanların rasyonel davranamamaları sonucunda etkin piyasalar hipotezinden sapmalar olacağını göstermiştir. İnsanların duygusal, sosyokültürel ve çevresel faktörlerden etkilenmeleri nedeniyle davranışsal finans olgusu ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finans insanların finansman kararlarında her zaman mantıklı, rasyonel davranmayacağını ortaya koyan çalışmaları kapsamaktadır. İnsanların rasyonel olmayan bu davranışlar etkin piyasa kavramından da söz etmeyi olanaksız kılmaktadır.

Bu çalışma, Tokat ilinde yaşayan işçi ve memur bireysel yatırımcıların demografik ve duygusal faktörlerden ne derecede etkilendiklerinin saptanması amaçlamaktadır. Bu doğrultuda ilgili gruba yönelik yatırımcı anketi uygulanmıştır. Çalışma, giriş ve sonuç bölümleri hariç olmak üzere; ilk iki bölümü teori, üçüncü bölümü uygulama olmak üzere üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde finansın genel konuları başta olmak üzere, geleneksel ve modern portföy teorilerine değinilmiştir.

İkinci bölümde davranışsal finans kavramına, davranışsal finansın tarihçesine, diğer bilim dalları ile olan ilişkisine, yatırımcı eğilimlerine ve yatırımcı duyarlılığına değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise yatırımcılara yönelik yapılan anket çalışması istatistiksel analizlere tabi tutulmuş ve elde edilen bulgular ortaya konularak konuyla ilgili çeşitli öneriler sunulmaya çalışılmıştır.

BÖLÜM 1: FİNANSAL YÖNETİM VE PORTFÖY TEORİLERİ

İşletme faaliyetleri ve kişisel tasarruflar aracılığıyla ortaya çıkan nakit akışlarının uzun vade amaçlı ve riski de baz alınarak gereken uygulamaların etkinleştirilmesine yönelik çabalar bütünüdür. Nakit akışlarının etkili bir şekilde yönetilmesi ne zaman, nasıl, ne kadar ve nereye sorularına cevap bulmaya bağlıdır. Bu şekilde nereye, ne kadar yatırım yapılması gerektiği fonların en etkili nasıl belirlenmesi gerektiği sayesinde, etkili bir sistem ortaya çıkmaktadır (Karaca, 2014: 10).

1.1 FİNANSIN TANIMI

Finans, çok geniş bir kavram olup yatırım, kamu finansı, işletme finansı, finans kurumları ve piyasaları vb. birçok alanı içerisine almaktadır. Örneğin, elinde likidite fazlalığı bulunan veya fon fazlası bulunan yatırımcı, bu nakit fazlalığını borsada menkul kıymetler piyasasındaki en fazla getiri sağlama ihtimali olan hisse senetlerine yatırım yapma gibi bir tercihte bulunabilecektir. Ya da bu kişi, biriktirmiş olduğu fonları bankaya yatırarak karşılığında faiz geliri elde etmek veya hazine bonosu satın alarak güvenli bir gelir sağlamayı tercih edebilecektir. Finans bilim dalı, tasarruflarını arttırmak isteyen yatırımcıların, nerelere yatırım yapması gerektiği konusunda önemli bir görev üstlenmektedir (Gedik, 2011: 18).

Finans denildiğinde; kişilerin, kurumların ve firmaların faydalanabilecekleri para, fon veya sermaye gibi kavramlar göz önüne gelmektedir. Finansman ise, yukarıda değindiğimiz para, fon veya sermayenin tedariki anlamında kullanılmaktadır (Okka, 2009: 6).

Finans kelimesi, Fransızca bir kelime olup maliye anlamına gelmektedir. Bizim dilimize ise finansman anlamında geçmiştir. Genel anlamda finansman, işletmenin öz varlıklarını güçlendirme amacını kapsamaktadır. Zamanla ekonomistlerce finansman farklı anlamlarda kullanılıp tanımlanmıştır. İlk zamanlar sadece “sermaye bulunması” anlamında kullanılırken sonraları ise “paranın yönetimi” de finansman kapsamında kullanılmıştır. Ancak günümüzde halen tam bir tanım vermede güçlük yaşanmaktadır denilebilir. Birçok ekonomiste göre ise daha geniş kavramı kapsayacak olan gerek sermaye tedariki gerekse kullanılmasını da kapsayacak bir kavrama yer vermiştir. Yani kısaca finans kavramı, ekonomiye sadece tedarik amaçlı değil kullanım amaçlı da dâhil edilmiştir (Yücesoy, 2014: 3).

1.2. FİNANSIN TARİHSEL GELİŞİMİ

İnsanlık tarihinden bu zamana kadar ekonomik yapının değişmesinden dolayı finans olgusu gelişmiş ve finans yöneticileri bu gelişmeler ile birlikte zamanla farklı konumlarda bulunmuşlardır. İlk zamanlar kayıt tutulması ve bunların tatbiki ile ilgili basit işlemler yer alırken zamanla gelişen ekonomilerde de bunların işlevliği kalkmış ve teknoloji ile birlikte daha kapsamlı bir hale gelmiştir.

Finansman 1900'lü yıllarda büyük şirketlerin büyümesi ile gelişmeye başlamıştır. Bu dönemlerde finansal yönetici; firmalara sermaye sağlamakla, temettü dağıtım politikaları, yasal kuruluşları yapmak, finansal verilerin halka açıklanması, satın almalar, birleşmeler gibi konularla uğraşmaktadır. Bu nedenle finans tarihinin geliştiği düşünülür (Yücesoy, 2014: 5).

İşletmelerin bu zaman diliminde büyümeye ihtiyaç duymaları kaynak ihtiyacı duymalarına sebebiyet vermiştir. Kaynak aramalarının sebebi ise öz kaynaklarının yetersiz oluşudur. Fona olan aşırı talep nedeniyle finans, işletmeye para tedarik etme ve fon bulma anlamına gelmektedir.

1930 öncesine bakıldığında bu dönemlerde çeşitli finansal pazarlar ve bu pazarlarda işlem gören menkul değerlerle ilgili betimleyici tartışmalar ağırlıkta olmaktadır. Bu nedenle çalışmalar ağırlıkla bilançonun pasif tarafında yer alan borçlanmalar ve öz sermaye olarak göze çarpmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2010: 16).

1929'da başlayan etkilerini tam anlamıyla 1930'ların sonlarında hissettiren ve 1930'lu yıllar boyunca devam eden ekonomik buhran, finansı da etkilemiştir. Fiyatlardaki düşmeler, kredilerdeki sıkıntılar, tasfiye ve iflasa neden olmuştur. Büyük buhranın etkisiyle iflas, iflası önleme, yeniden örgütlenme, likiditenin korunması, sermaye piyasasında devlet düzenlemeleri gibi konular giderek önem kazanmıştır. Bu nedenle işletmelerde artık **büyümekten çok hayatta kalma stratejisi önemli hale gelmiştir.**

1930'lu yılların ekonomik buhranından sonra dönüm noktası 1950'li yıllarda yaşanmıştır. Kantitatif yöntemlere yer verilmiştir. İlk defa bilançonun aktif kalemleri yani fonların kullanımı giderek büyük önem kazanmış ve kazanmaya da devam etmektedir. Stoklar, alacaklar, kasa ve duran varlıklara yapılacak yatırımlar için bu yıllarda matematiksel modeller geliştirilmiştir.

1960'lı yıllar, temel işletme kararları alınmasından çok daha teorik (kuramsal) gelişmelerin yaşandığı bir dönem olmuştur. (Bu dönemde işletmenin sahip veya hissedarlarının servetlerinin en yükseğe çıkarılması, karın en yükseğe çıkarılması amacının önüne geçmiştir. Başka bir deyişle, kar maksimizasyonu yerine, sahip ve ortakların servetlerinin maksimizasyonu temel amaç olarak benimsenmiştir). 1970'li yıllar, temel finans teorilerinin tekrar gözden geçirilmesi ve bu teorileri destekleyici içerikte uygulamaya dönük önemli çalışmaların yapıldığı bir dönem olmuştur. (Yatırım analizleri bu dönemde artan oranlarda finansal yönetim içindeki yerini almıştır). Yaşanan iki büyük dünya savaşının sarsıntılarını atlattırmaya çalışan ve yeniden yapılanma sürecini çok çabuk tamamlayan güçlü Avrupa ülkeleri ve İkinci Dünya savaşından güçlenerek çıkan Amerika Birleşik Devletleri hızlı, seri üretim süreçleri ile ürettiklerini satamaması büyük işletmelerin pazar sıkıntısı çekmelerine neden olmuştur. 1970 yılında yaşanan Petrol Krizi ile hammadde maliyetleri yükselmiş ve talepte durgunluğa neden olmuş ve ayrıca ucuz hammadde ve enerji kaynaklarının kesilmesi de büyük işletmeleri bu dönemde zorlamaya başlamıştır (Gedik, 2011: 21).

1980'li yıllarda özellikle finansal durum açısından ülkemizde risk kavramı önemli bir yer teşkil eder duruma gelmiştir. Bu yıllarda Türkiye giderek daha çok dışa açılma politikası izlemesiyle birlikte daha çok riske maruz kalma durumu giderek artmış ve nihayetinde 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizler hem kamu hem de özel sektörde faaliyet gösteren kurumlara aslında finansa riski yönetebilmenin ne kadar önemli bir olgu olduğunu göstermiştir (Kayahan ve Topal, 2009: 180).

Günümüzde ise ülkelerin sınır kavramını aşması, teknolojinin gelişmesi ve globalleşme gibi kavramların yaşantımızda her an olması ülkelerin kamu ve özel şirketlerinde ekonomik düzeylerinde değişime yaratarak finansal açıdan etkilenmelerine sebebiyet vermiştir. Risk kavramının daha çok etkisini göstermesi, türev araçların çok daha yaygın kullanılmasına sebebiyet vermiştir.

Finans fonksiyonu üzerinde zamanla etkili olan gelişmeleri şu şekilde sıralanabilir (Aydın ve diğerleri, 2010: 18):

- İşletmelerin büyük ölçekte faaliyette bulunmaları,
- İşletmelerin çok çeşitli ürünler üretmeleri ve piyasaya sunmaları,

- Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin öneminin artması,
- İşletmelerin büyümeye verdikleri önemin artması,
- İşletmeler arasında birleşme ve satın almaların yoğunlaşması,
- Teknolojide hızla değişmelerin yaşanması,
- Piyasalarda rekabetin artması, kar marjlarının daralması,
- Ulaştırma ve iletişim olanaklarının artması,
- Faiz ve döviz kurlarında dalgalanmaların artması

1.3. FİNANSAL YÖNETİMİN TEMEL AMACI

Finans alanında yukarıda bahsedilen, zamanla etkili olan ekonomik ve teknolojik değişimler sonucunda finansal yönetimde de değişikliklere sebep olmuştur. Son zamanlar-da ise finansal yönetimin amacı birkaç önemli nokta üzerinde durmaktadır.

Finansal yönetimin amacı, ortakların servetini en yüksek düzeye çekmeyi amaçlamaktır. Bunun neticesinde gereksinim duyduğu fonların en uygun kaynaklar hangisi ise ve en uygun biçimde nasıl temin edecekse bunu belirlemektir ve sonuç olarak elde ettiği bu fonları en uygun ve en etkili şekilde kullanarak ortakların refah düzeyini yükseltmiş olacaktır (Sayılğan, 2013: 2).

Yukarıdaki amaçlara dayalı olarak işletmeler bazı finansal amaçlar ortaya koymuşlardır. Bu finansal amaçlar işletmeden işletmeye değişim göstermektedir. İşletmeler açısından 'Parasal Finansal Amaçlar' aşağıda Tablo1.1.'de gösterilmiştir.

Tablo 1.1: Parasal Finansal Amaçlar

Gelire Yönelik Amaçlar	Nakit Akımına Yönelik Amaçlar	Likiditeye Yönelik Amaçlar	Varlığa Yönelik Amaçlar	Karlılığa Yönelik Amaçlar
Toplam gelirlerin büyüme oranının maksimum kılınması	Belirli düzeydeki bir nakit akımına ulaşılması	Sürekli Ödeme yeteneğinin korunması	Firmanın defter değerinin maksimum kılınması	Öz sermaye karlılığının maksimum kılınması
Mutlak Gelir Tutarlarının Maksimum Kılınması	Pay başına nakit akımının maksimum kılınması	Ödemelerin vadelerine uygun olarak yerine getirilmesi	Öz sermayenin piyasa değerinin maksimum kılınması	Kar marjının maksimum kılınması
Belirli Bir Satış Düzeyine Ulaşılması	İskonto edilmiş nakit akımının maksimum kılınması	Genel finansal dengenin korunması	Öz sermaye tabanının genişletilmesi	Belirli bir satış karlılığına ulaşılması
Finansman giderleri ve olağanüstü amortismanların çıkarılmasından önceki dönem karının maksimum kılınması	İhtiyaç duyulması halinde sermaye fonlarının kullanılabilmesi		Tasfiye değerinin maksimum kılınması	Toplam varlıkların karlılığının maksimum ve sermaye maliyetinin minimum kılınması

Benzer şekilde finansal yönetimin amaçlarından işletmelerin ‘Parasal Olmayan Finansal Amaçları’ aşağıda Tablo 1.2.’de gösterilmiştir.

Tablo 1.2: Parasal Olmayan Finansal Amaçlar

Kredi değerliliğinin veya emisyon yeteneğinin artırılması	Uygun koşullarda borçlanmaya çaba gösterilmesi	Bankalarla ilişkilerinin iyileştirilmesi	İşletmenin çıkar grupları ile ilişkilerinin düzenli sürdürülmesi	Belirli finansman kurallarına uyulması	Uygun bir Varlık sermaye yapısının oluşturulması
---	--	--	--	--	--

(Poyraz, 2013: 5-6).

1.4. FİNANSAL YÖNETİCİNİN GÖREVLERİ

Değişen koşullar çerçevesinde finans algısı yüzyıllara göre nasıl değişmişse finans yöneticisinin görev ve sorumlulukları da bu ölçüde değişmiştir.

Yakın bir geçmişe kadar finans yöneticisinin görev ve sorumlulukları, zamanında fon sağlama ve bu fonları en etkin ve uygun kullanma şeklinde olmasına rağmen, artık günümüzde değişen koşullarında bu kavramın yerini ortakların refah seviyesini daha yukarı çekmek olarak, kar ve riski en uygun düzeyde dengeleyerek firmanın kar maksimizasyonunu oluşturmak gibi amaçlar gütmektedir. Bu amaçların gerçekleşmesi için ise finans yöneticisinin planlama yapması, yatırım kararlarını en uygun biçimde alması ve firmanın ihtiyaç duyduğu fonları sağlama şeklinde oluşmaktadır (Akgüç, 2011: 9). Finans yöneticisinin görevleri şunlardır (Okka, 2009: 8):

- Finansal yönetici ilk olarak firmanın geleceğini tahmin eder, planlama yapar ve firmanın diğer bölümleri ile birlikte hareket ederek firmanın geleceğini öngörmeye çalışarak ona göre davranmaya çalışır.
- Firma ile ilgili yatırım ve finans kararlarının alınmasında rolü vardır. Eğer firmanın başarılı olunması isteniyorsa yeni yatırımların planlanması ve bunları aktiviteye sokmak için ihtiyaç duyulan fonların en etkin bir biçimde zamanında elde edilmesi bunun neticesinde de işletme kalemlerine yatırım yapılması gerekmektedir. Firmanın büyüme oranlarının tespiti ile ihtiyaç duyulan makine ve teçhizatın alınması ve işletme sermayesi yatırımlarının yapılması firmadaki finansal yönetimin görevlerinden birini oluşturmaktadır.
- Bölümler arasındaki finansal kararlarla ilgili bağlantıyı finansal yönetici sağlar, kurar. Firmanın kendi faaliyetlerini sürdürebilmesi için bölümler arasında iyi bir koordinasyonun olması gereklidir ve alınan kararların etkin, zamanında plan ve programlarla uygun olabilmesi için gerçekleştirip gerçekleştirilmediğine dair kontrollerin ve düzenleyici kararların alınması finans yöneticisinin görevlerinden biridir.
- Finans yöneticileri para ve sermaye pazarlarıyla iç içedirler. Bu pazarlara firmalar hisse senetleri ve tahvillerini satarak ya da firma kredi kullanarak ihtiyaç duyduğu fonları sağlar. Firmaların menkul değerleri bu pazarlarda alınıp satılırlar. Sonuç olarak firma bu pazarlardan etkilenir ve bu pazarları da etkiler.

- Doğal olarak bütün firmalar riskli bir ortamda faaliyette bulunurlar. Bu riskleri biz yangın, su baskını, deprem gibi doğal afetlerin yanı sıra döviz kuru riski, yönetim riski ve diğer risklerle de karşılaşabilirler. Bu saydığımız risklerden bazıları azaltılabilirken diğerleri ise bütün ekonomiyi etkilediği için azaltılamazlar. Bu nedenle finansal yöneticinin bir diğer amacı da bu riskleri azaltmak yani minimize etmektir.

1.5. FİNANSAL YÖNETİM VE DİĞER BİLİM DALLARI İLE İLİŞKİSİ

Finansal yönetim zamanla diğer bilim dallarına hem ışık tutmakta hem de diğer bilim dallarından faydalanmaktadır. Finansal yönetiminin ilişkide bulunduğu bilim dalları olan muhasebe ve ekonomi ile en fazla ilişki içerisinde bulunurken, pazarlama, üretim ve sayısal yöntemler ile ilişkide olduğu diğer bilim dallarıdır.

1.5.1. Muhasebe

Finansal muhasebe olarak da adlandırılan genel muhasebe türü işletmelerin kendi arasındaki ilişkilerle ve dışarıdan kaynaklanan çıkar grupları arasındaki, işletme ile ilgili olarak oluşan değer hareketlerinin izlenmesi ve bu değer akışı nedeniyle oluşan varlık ve kaynak oluşumunun hesaplara kaydedilmesi ve sonuçlarını saptayarak raporlayan bir muhasebe türüdür. Bu muhasebe türü daha çok işletmede gerçekleşen işlemlerin dışa dönük olması nedeniyle dışa dönük bir muhasebe türü olarak karşımıza çıkmaktadır (Yükçü, 2014: 20).

İşletmeler için ihtiyaç duyulan fonun tedarik edilmesinde ve tedarik edilecek bu fonun ne zaman ve nasıl sağlanacağı günümüz işletmelerinde ve karmaşık bir yapıya kavuşan finansal sistemde çok daha önemli hale gelmiştir. Bu yüzden finans yöneticilerinin, etkin bir muhasebe bilgisine sahip olmaları günümüzde önem kazanmış ve günümüz işletmeleri için geliştirilmesi ve öncelik verilmesi gereken bir unsur haline gelmiştir.

1.5.2. Ekonomi

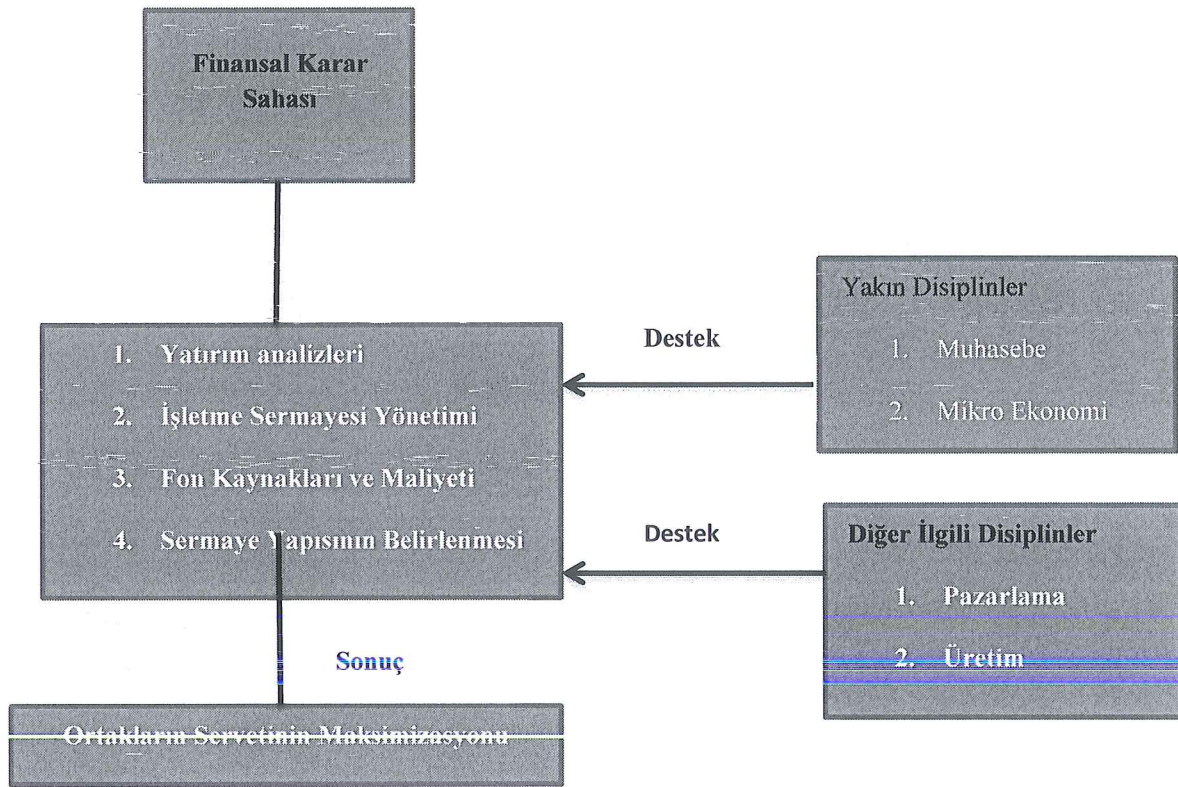
Bir ülkenin gelişmişliği ile o ülkenin finansman kurumları arasında paralel bir ilişki vardır. Bu nedenle finansman kurumları ekonomik büyüme ile doğrudan bağlantılıdır. Finansal sistemin derinliği ve gelişmişliği ekonomideki atıl fonların üretime kazandırılmasında ve finansal maliyetin baskı altına alınmasında önemli bir paya sahiptir. Üretimdeki bağlantıyı sağlayan bu kaynaklar yatırımları uyuracak ve sonuç olarak yatırımlardaki büyümeyi etkileyecektir. Sonuç olarak bir ülkedeki ekonominin mali anlamda

genişlemesi, ekonomideki atıl fonların üretime etkin bir şekilde kazandırılmasına ve dolaylı bir şekilde ekonominin büyümesine etki edecektir (Demir ve diğerleri, 2007: 440).

1.5.3. Pazarlama, Üretim ve Sayısal Yöntemler

Pazarlama, üretim, muhasebe ve sayısal yöntemler gibi firmanın bünyesinde bulunan disiplinler, finansal yöneticinin aldığı kararlardan ve faaliyetlerinden dolayı bir şekilde etkilenirler.

Örneğin finans yöneticileri “yeni ürün geliştirme ve tutundurma planları”nın etkilerini göz önünde bulundurmaları yatırım harcaması gerektireceğinden üretimdeki değişiklikleri göz önünde bulundurmalıdır. Şekil 1.1.’deki pazarlama, üretim ve sayısal yöntemler arasındaki ilişki aşağıdaki gibidir:



Şekil 1.1: Pazarlama, Üretim ve Sayısal Yöntemler Arasındaki İlişki

Herhangi bir üretimdeki değişiklik yatırım kararlarını etkileyeceği için finans yöneticileri bu değişiklikleri göz ardı ederek hareket edemez, bu nedenle değişiklikleri

dikkate alınmalıdır. Sayısal yöntemlerde gelişen analiz araçları veya teknikler ile karmaşık gibi görünen finansal yönetim problemlerinin analizinde önemli bir yere sahiptir.

Bu anlattıklarımızdan sonuç olarak şundan söz edebiliriz ki dolaylı bir şekilde bilim dalları finans ile ilişki içindedir ve bu nedenle finans yöneticisinin alacağı kararları da doğrudan veya dolaylı bir şekilde etkilemektedir (Özdemir, 1999: 6).

1.6. FİNANSAL YÖNETİMİN TEMEL FONKSİYONLARI

Finansal yönetimin temel fonksiyonlarını finansal analiz, finansal planlama ve denetim, fonların sağlanması, fonların yatırımı, özel finansal sorunların çözümü ve finansman kararları oluşturmaktadır. Bu kavramların açıklamaları aşağıda verilmektedir.

1.6.1. Finansal Analiz

Temel mali tablolar, bir işletmenin mali durumu hakkında bilgi elde edebilmek için esas niteliğinde bir araç işlevi görür. Bu tablolardaki verilerle yapılacak bazı analitik değerlendirmeler ilgililerine işletmenin durumu hakkında bir değerlendirme ve yorum imkânı sağlar. Burada asıl amaç bu işlemlerin mali amaç kapsamında yürütülmesidir. Bu nedenle finansal analiz, bir işletmenin mali durumunun ne olduğu ve bu mali durumun gelişmesinin yeterli olup olmadığı; mali tablo kalemlerindeki değişikliklerin ve kalemler arasındaki ilişkilerin, zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi ve gerektiğinde standart ve sektör ortalaması ile karşılaştırılarak yorumlanması gibi faaliyetler bütünü olarak yorumlanabilir (Çabuk ve Lazol, 2009: 135).

Finansal analizi yapacak işletmeler, ilgililerin amaçları ile uyum gösterecek şekilde bir veya birkaç döneme ait finansal tablolar içerisinde yer alan kalemleri inceleyerek zaman içerisinde meydana gelen değişimleri saptamaktadır. Bu inceleme sonucunda bulunan bulguların işletme için ne ifade ettiği yorumlanmaktadır. İşletmenin genel durumu, ekonomik koşullar göz önüne alınarak değerlendirilmekte ve yapılan yorumlar doğrultusunda da geleceğe yönelik öngörüler yapılmaktadır. Yapılan finansal analizler ışığında işletmenin mali durumu, karlılık durumu ve finansal açıdan gelişmekte olup olmadığı vb. konular araştırılarak, işletmenin mevcut durumu ile geçmişteki durumu belirlenmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 549).

İşletme sahipleri, işletmeye koymuş oldukları sermayenin korunup korunmadığını ve bununla birlikte işletmenin karlılık durumunu göz önünde bulundururken; yöneticilerde, işletmeyi zamanla hangi başarı noktasına getirdiklerini ve bundan sonrası için bu seyrin nasıl

devam edeceğini görmek istemektedir. Devlet, kredi kurumları, yatırımcılar, satıcı ve müşteriler ise diğer çıkar gruplarına göre kendi çıkar durumlarını görebilmek için işletme hakkında bilgi sahibi olmak istemekte ve bunun sonucu olarak her bir taraf kendi çıkarlarını gözeterek işletme hakkında bilgi sahibi olmak istemektedir (Tutar, 2007: 15).

1.6.2. Finansal Planlama ve Denetim

Finansal yöneticinin görevlerinden bir tanesi de finansal planlamadır. Finansal planlama işletme faaliyetlerinin sürdürülebilmesi için ortaya çıkacak fon giriş ve çıkışlarının bir plana bağlanması şeklinde tanımlanabilir. İşletmeler, faaliyetlerini geleceğe yönelik oluşturdukları için finansal yönetici bu durumda şu anki finansal planları ve gelecekteki finansal planları takip etmelidir. Bunun neticesinde ise işletmenin gelecekte karşılaşacağı herhangi bir durumu şimdiden öngörebilmelidir. Finansal yöneticiler eğer şu anki finansal planlamayı veya gelecekte uygulanması gereken finansal planlamaları yakından takip etmez ise, ortaya çıkan problemleri çözmede zorluk yaşayabilir. Bu nedenle planlama, işletmenin amaçları doğrultusunda yorumlanan ve bu amaçların gerçekleştirilmesi için gerekli araçların ne olacağını gösteren bir çalışma şeklinde tanımlanabilir. Bu planlamada işletmenin durumu göz önünde bulundurulurken, dış çevre de göz önünde bulundurulmalı ve gelecekteki amaçlarına yönelik bir plan izlenmelidir. Burada optimal likiditenin oluşturulması finansal planlamanın amacını oluşturmaktadır (Ceylan, 1993: 45).

Finansal planlama sürecini sadece finansal planların oluşturulması olarak kabul edilmeyebilir. Finansal kontrol süreci ile sapmaların analiz edilmesi ve gerekli düzeltmelerin zamanında yapılması da bu sürecin kapsamında olmaktadır. Bu süreçte planlamadan beklenen yararın alınması asıl amacı oluşturmaktadır.

Finansal planlamanın temel işlevlerinden bir tanesi, fon giriş ve çıkışları arasında zamansal açıdan da uygunluk sağlanarak işletmenin genel finansal dengesini korumaktır. Bu temel fonksiyon şunlardır (Berk, 1998: 67):

- Fon ve nakit girişlerinin işletmenin o andaki üretim sürecine uyarlanması
- İşletmenin ihtiyaç duyduğu özel paranın bulma olanaklarının zamansal açıdan ayarlanması
- İşletme eksik ve aşırı finansman yapmaktan kaçınmalıdır.

Görüldüğü gibi işletmenin finansal planlaması, işletmenin finansal yönetimde en önemli fonksiyonlarından birini oluşturmaktadır. Buna bağlı olarak finansal planlamadan sorumlu olan yönetim birimleri, işletmenin gelecekteki ve şu anki durumunu göz önünde bulundurarak işletmenin amaçları doğrultusunda ilerlemeleri gerektiği söylenebilir.

1.6.3. Fonların Sağlanması

İşletmelerin finansal açıdan iki amacı vardır. Bunlar işletmenin piyasa değeri ve kar maksimizasyonunun sağlanmasıdır. Genel anlamda kar elde eden işletmeler faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve elde ettikleri fonları işletme bünyesinde tutmaları ile fon sorunlarının olmayacağını düşünebilir. Fakat işletmelerdeki para giriş ve çıkışlarında miktar ve zaman bakımından ortaya bir takım farklılıklar çıkmaktadır. Bu nedenle işletmeler likiditeye ihtiyaç duymaktadırlar. İhtiyaç duyulan fonları bankalardan, üçüncü şahıslardan veya sermaye piyasalarından sağlamaya çalışmaktadırlar. Ancak, işletmelere dışardan sağlanan bu fonlar işletmelerin piyasa değerini farklı şekillerde etkilemektedir. Bu sebeple fonların sağlanmasının yanında hangi fonun nerelerden alınacağı nasıl elde edileceği iyi araştırılmalıdır.

1.6.4. Fonların Yatırımı

20. yüzyılın ortalarına kadar işletmeler açısından finansal yönetim sadece fonların sağlanması olarak algılanmıştır. Fakat günümüzde finansal yönetimin ihtiyaç duyulan fonların nasıl ve ne derece sağlanmasının yanında fonların etkin bir şekilde kullanılmasının da önem taşıdığı anlaşılmıştır. Öyle ki fonların yatırım amacıyla kullanılması fonların sağlanmasından daha önemli hale gelmiştir. Fonların yatırım amacıyla kullanılması işletmelerde iki şekilde meydana gelmektedir.

- Kısa süreli varlık yatırımı
- Uzun süreli varlık yatırımı

Uzun süreli (sabit) varlık yatırımı (Sermaye Bütçeleme), uzun süreli yatırımın taşıdığı risk açısından çok önemli kararlardır. Bu yatırım kapsamında bina, makine, araç, gereç gibi maddi varlıklar yanında teknik uzmanlık, patent, marka, şerefiye gibi maddi olmayan varlıklar da vardır.

Kısa süreli varlık yatırımı (Dönen Varlık Yatırımı), uzun süreli varlıkların çalıştırılması için gerekli yatırımlardır. Bu kapsamda;

- Stoklama (hammadde, yarı mamul, mamul, ticari mal)
- Alacaklar (Vadeli satış kararları)
- Kasa veya bankalarda (nakit akışı için) olması gereken fon tutarlarıdır.

Yatırım kararları, kar ya da gelir sağlayan kararlar yanında, fonlarda tasarruf yapılması, diğer işletmelerle birleşme, devir, satın alma, dış ülkelere doğrudan yatırımlar gibi kararları da kapsar.

1.6.5. Özel Finansal Sorunların Çözümü

Özel finansal sorunlar işletmelerin ekonomik ömrü boyunca sık sık karşılaştığı olağanüstü durumlarda karşılaştıkları sorunlardır. Bu sorunlar şirket birleşmeleri ve satın almaları ve bu faaliyetler ile ilgili teknik konular (firmanın piyasa değerinin belirlenmesi, marka değerinin tespit edilmesi gibi), işletmenin bir kısmının veya tamamının satılması, konkordatoya gidilmesi, işletmenin tasfiyesi vb. sorunlardır.

Söz konusu özel finansal sorunların çözümünde finansal yönetici büyük rol oynamaktadır. Finansal yöneticiler bu sorunları çözmeye çalışırken sorunların gerektiği gibi değerlendirilmesini de iyi bir şekilde yapmak zorundadır. Son yıllarda hem ulusal hem de uluslararası düzeyde meydana gelen değişimler özel finansal sorunların çözümünün önemini daha da arttırmıştır.

1.6.6. Finansman Kararları

Bir finans yöneticisinden, işletmeye gerekli olan varlıklara yönelik olarak fon ihtiyacının belirlenmesi, bu ihtiyacın en iyi şekilde nasıl, hangi fon kaynaklarıyla ve ne zaman finanse edileceğine ilişkin kararlar alması beklenir. İşletmeler borçlanarak ya da öz sermaye yoluyla kaynak sağlarlar. Bu kaynakları sağlarken karşılaşılabilecek bazı soruların cevaplandırılması gerekir. İki kaynağın da avantaj ve dezavantajlarına göre riski daha düşük olandan fonlama nasıl yapılmalıdır, gerekli sermayenin ne kadarı borçla, ne kadarı öz sermaye ile finanse edilmelidir gibi soruların yanında; borçlanmanın ne kadarının kısa vadeli, ne kadarının uzun vadeli olacağına da karar verilmelidir. İşletmenin niteliği, sektör koşulları ve ekonominin koşullarına bağlı olarak çeşitli finansman seçenekleri maliyet ve risk açısından karşılaştırılarak işletmeye en uygun sermaye yapısı oluşturulmalıdır (Sarıaltın, 2011: 2).

Finansal yönetici, varlıklar (yatırımlar) için gerekli fon tutarını belirlemeli, bunun için gerekli fonları en iyi şekilde nasıl finanse edileceğini planlamalı, fonları nereden, nasıl, ne zaman karşılayacağını bilmelidir. (Tekdanışman,(2015a).

Finansal yönetici finansman kararları alırken gerekli fonları, borçlanma ve özsermaye yoluyla, kısa ve uzun vadeli finansman yoluyla veya dividant kararları yoluyla sağlamaya çalışır.

a. Borçlanma ve özsermaye yoluyla finansman: Borçlanma yoluyla finansmanda işletme zarar da etse anapara ve faizi ödemek zorundadır. Özsermaye ile finansmanda ödeme zorunluluğu yoktur. Kar elde edilse bile kar dağıtımı ertelenebilir veya sermayeye eklenebilir. Hisse senetlerinde vade olmadığı için anapara ödemesi de yoktur.

Borçla finansmanın (tahvil, bono, banka kredisi vb. gibi) avantajı faizin gider kaydedilerek vergiden düşülebilmesidir. Hisse senetlerine ödenen kar payı gider olarak vergiden düşülmez. Hisse senediyle finansmanın riski, borçla finansmana göre daha düşüktür. Riskin düştüğü, firmanın tanınırlığının arttığı ve faiz oranlarının düştüğü dönemlerde özsermaye ile finansman anlamlı değildir.

b. Kısa ve uzun vadeli finansman: Kısa süreli finansman vadesi bir yıllık kararlardır ve firmanın dönen varlıklarına yapılması gereken yatırımlarla ilgilidir. Kısa vadeli yatırım hemen para kazandırmaya başlayabileceği gibi en geç bir yıldan sonra işletmeye para kazandırmaya başlamalıdır. Uzun süreli finansman bir yıldan uzun ve işletmenin duran varlıklarına yapılacak olan yatırımlarla ilgilidir. Uzun süreli yatırımlar da hemen para kazandırabilir ancak genellikle yatırımın özelliğine ve sektördeki karlılık durumuna göre 3-5 yıldan sonra da kazandırmaya başlayabilir. Gelirin ne zaman kazanılmaya başlayacağı analiz edilerek finansmana gidilmelidir. Beş yıldan uzun sürecek yatırımlar büyük şirketlerin ve holdinglerin alabilecekleri kararlardır. Aynı şekilde yatırımın geri ödeme süresi de 5-10 yıl arasında olmalıdır.

Örneğin bireysel emeklilik şirketleri kuruluş sermayeleri 10 milyon az olamaz ve üç yıl içinde sermayeyi 20 milyona çıkarmalıdır ve beş yıl kar payı ödemesi yapamazlar. Bu şirketler, ilk etapta karı ön planda tutmayan ve sermaye yapısı güçlü olan şirketlerdir.

c. Dividant (Kar payı) kararları: Kar payı kararı, karın ne kadarının işletmede bırakılacağı, ne kadarının ortaklara dağıtılacağı karardır. İşletmelerin büyümesinde kar payının kullanılması sermaye piyasası geliştirmekte olan ülkelerde sık karşılaşılar. Dividant

kararı alınırken işletmenin finansman ihtiyacı ile ortakların tatmini arasında bir denge sağlanmalıdır. Finansal yönetici, kararlarını alırken iç ve dış kaynaklardan sağlanan bilgileri iyi analiz etmelidir. Finansal yönetici bundan başka;

- Finansal öngörülerde bulunma,
- Finansal piyasalardaki artan kısa ve uzun dönemli fonların etkilerini değerlendirme,
- Yatırım alternatiflerinin işletmenin değerine etkisini araştırma,
- Kar payı, sermaye yapısı ve fiyat politikasının işletmenin satışları ve karlarına etkisini saptama,
- Birleşme, satın alma, uluslararası iş fırsatlarını değerlendirme,
- Mali açıdan yeniden organizasyonda,
- İşletmenin sona ermesi durumunda konkordato teklifi, tasfiye konularında da sorumlulukları vardır.

Finans yöneticilerinin etkin karar verebilmeleri için değişik alanlarda temel bilgiye sahip olmaları ve alanlarında uzmanlaşmış olmaları gereklidir (Tekdanışman, 2015b).

1.7. FİNANSAL YÖNETİMDE GELENEKSEL VE MODERN PORTFÖY TEORİLERİ

1.7.1. Geleneksel Finans Teorileri

1950'lerden sonra ekonomi ve finans alanında genel kabul edilmiş bir paradigma olan geleneksel finans, hata yapmayan ve etkin piyasalar olmak üzere iki önemli temele dayanmaktadır. Rasyonel ve otonom olarak tanımlanan yatırımcılar, beklenen fayda maksimizasyonu, riskten kaçınma ve rasyonel beklentiler tarafından karakterize edilen kavramdır. Etkin piyasaları ise likit, rekabetçi, tam bir piyasa olarak tanımlamaktayız. Bunların yanı sıra geleneksel finasta arz ve talebin karşılıklı olarak etkileşim içinde olduğu birçok varlık fiyatlama modeli geliştirilmiştir (Bont ve diğerleri, 2008: 8). Harry Markowitz'in (1952), "Portfolio Selection" çalışmasıyla temelleri atılan geleneksel finans teorisi, William Sharp'ın (1964) geliştirdiği "Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM)" ve Paul A. Samuelson ve Eugene Fama tarafından 1960'larda geliştirilen "Etkin Piyasalar Hipotezi" ile büyük bir ivme kazanmıştır. Geleneksel Finans Teorisinde rasyonel

insan, yatırım seçimi yaparken Beklenen Fayda Teorisi çerçevesinde, etkin piyasalar hipotezinin öngördüğü üzere yeni bilgiler ışığında beklentilerini güncelleyebilen ve aynı hataları tekrarlamayan bireydir. Rasyonel insan tipi, “Homo economicus” olarak ifade edilmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 247). Bu tür modeller, ekonomi ve finans alanında çok önemli olmasına rağmen yine de bu alanda birçok eksikliklerin olduğu göz ardı edilemez. Geleneksel finans bireylerin neden yatırım yaptığı ve bireylerin nasıl portföylerini oluşturdukları konularını açıklamakta yetersiz kalmıştır (Subrahmanyam, 2008: 12).

Geleneksel ekonomi teorisinde insanoğlunun davranışlarında rasyonel bir varlık olduğu ele alınmaktadır. Yatırımcıların çevresi ile ilgili tam bilgiye sahip olmasa bile gerekli yeterli bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. İnsanoğlunun tercihlerinde tutarlı davrandığını ve organize bir şekilde hareket ettiğini, kendine en uygun ve faydası maksimize olan en uygun alternatifi seçtiği varsayılmaktadır (Simon, 1955: 99).

Literatürde, Modern Finans Kuramı olarak bilinen finans, günümüzde geleneksel finans yaklaşımı olarak bilinmektedir. Yatırım alanında Modern Finans’ın üç temel dinamiği mevcuttur (Tufan, 2008: 12):

- “Hedeflenen beklenen getiri doğrultusunda, en düşük olası riskle hisse senedi portföyü oluşturmak mümkündür. Bu portföyün oluşturulması tekniğine araç denilmektedir”.
- “Bu aracı herkesin kullandığını varsayarsak, ne olur? Bir piyasa endeksi oluşturmak için bütün portföyler bir araya toplarsak, ondan beklenen getiri düzeyinde risk en düşük düzeyde olacaktır. Bu fikir, aracın küresel olarak herkes tarafından kullanılması fikrine dayanmakta ve Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli olarak adlandırılmaktadır. Buna, kuram adı verilmektedir”.
- “Bu durumda, bütün hisse senetlerinin fiyatlarına bilinen ilgili tüm bilgiler yansır ne olur? Bu da, Etkin Piyasalar Hipotezini ortaya çıkarmaktadır. Bu hipotezin bir iddiasına göre, hisse senedi fiyatları, açıklanan yeni bilgiye çok çabuk tepki vermektedir. Bu, doğru değildir. Hisse senedi fiyatları, aşırı tepkiyi yavaş yavaş verirler. Yatırımcılar ise, hisse senetleri ile ilgili yeni bilgiye hemen aşırı tepki verme eğilimindedirler. Bu da, hatırı sayılır bir gecikmeye yol açmaktadır. Bu durum, oluşturulan hisse senedi portföylerinin herhangi bir endeksten daha düşük riskle daha yüksek getiri elde etmelerine neden olur”.

1.7.1.1. Beklenen Fayda Teorisi

İnsanların rasyonel davrandığı diğer bir kuramın adı yarar kuramıdır. Ekonomide belirsizlik durumunda bireyin göstereceği davranış biçimi olası her bir durumun yararını gözleterek ve her bir durumun olasılığını tahmin ederek ve bunların sonucunda ağırlıklı ortalamasını hesaplayarak karar vermesidir (Roll ve Ross, 1984: 15). Beklenen fayda teorisine (expected utility theory) göre yatırımcılar riskten kaçınırlar ve her koşulda rasyonel kararlar verirler. Yatırımcıların, kararlarını verirken elde edecekleri faydayı maksimize etmeyi amaçladıkları varsayılır (Taşkın, 2006: 53).

Beklenen Yarar Hipotezi, Von Neumann ve Morgenstern adlı iki araştırmacı tarafından yayınlanan Theory of Games and Economic Behavior adlı eserde formülize edilmiştir. Buna göre; yarar fonksiyonu $u: X \rightarrow \mathbb{R}$ ile ifade edilmektedir. Fonksiyon, basit ya da bileşik çelişkilerin (piyangoların) her ikisinde de kişinin tercihlerini içeren ve sonuç uzayında yer alan her bir elementi gerçek rakamlarla göstermektedir. Sınıflandırılacak olunursa teorik olarak u , belirsizlik ve gerçekler altında oluşan tercih kategorileri arasında dönüşüme neden olur. Herhangi bir çekilişte kişi, eğer L_1 'in beklenen yararı L_2 'nin beklenen yararından daha büyük ise, L_1 'i tercih edecektir. Ayrıca bir seçim yapısıyla sınırlandırdığımızda $L: X \rightarrow [0,1]$ basit bir çekiliş olacak ve $L(X_i) = p_i$ ile ifade edilecektir. Formülde, p_i olasılığı, x_i ise kazanma şansını göstermektedir. Beklenen yarar hipotezi, kişinin basit çekilişlerin sağladığı bütünlük, geçişkenlik, dış bükeylik / devamlılık ve bağımsızlık tatminlerini tercih ilişkisi $L_1 \succeq L_2$ ise von Neumann-Morgenstern yarar fonksiyonunun varlığını kabul eder. Bütünlük ve geçişkenlik yukarıda tartışılmıştır. Dış bükeylik / devamlılık (Archimedian beklentisi de denmektedir) beklentisi, $0 \leq p \leq 1$ olmak kaydıyla basit çekilişler için $L_1 \succeq L_2 \succeq L_3$ olduğunu ifade etmektedir. Burada kişi L_2 ile L_1 ve L_3 'ün karışımından oluşan bileşik çekiliş karşısında kayıtsızdır. Formülde, p ve $(1-p)$ olasılığı ifade etmektedir. Bağımsızlığın anlamı ise, kişinin L_1 ve L_2 basit çekilişleri arasında kayıtsız olmasıdır. Kişi aynı zamanda, L_1 'in keyfine göre seçilmiş p olasılık değerli L_3 ile olan karışımı ve L_2 'nin L_3 ile p olasılığında karışımı karşısında da kayıtsızdır (Tufan, 2008: 14).

1.7.1.2. Bayes Teoremi

Geleceğe yönelik karar almada, belirsizlik sorununu aşmaya yönelik çalışmalardan biri de Thomas Bayes tarafından geliştirilen Bayes Teoremi oluşturmaktadır. Bayes'e göre gelecekteki olayları tahmin etmede önceki olayların bilgisi kullanılarak, olasılık ve

istatistikten yararlanan bir karar alma yöntemi oluşturulabilir. Belirsiz bir durumu ancak onun olasılık durumu ölçülerek bulunabilir. Bayesçi mantık, 18. yy da ortaya çıkmış fakat kullanım alanı bulunamamıştır. Jim Savage ve Dennis Lindley öncülüğünde 20. yy' ın ikinci yarısında Modern Bayesçi anlayış gelişmiştir. Özellikle 80 ve 90'lı yıllardaki bilgisayarların gelişmesi ile yayılmaya başlamış ve daha çok gelişmiştir (Ede, 2007: 7).

Bayes teoremi bir stokastik süreç sırasında ortaya çıkan bir rastgele olay A ile bir diğer rastgele olay B (eğer B için kaybolmamış olasılık varsa) için koşullu olasılıkları ve marjinal olasılıkları arasındaki ilişkidir, yani (Vikipedia.2015):

$$P(A/B) = \frac{P(B/A)P(A)}{P(B)}, \text{dir.}$$

Bayes teoremi formülü içinde bulunan her bir terime özel isimler verilmektedir:

- P(A) terimine A için önsel olasılık veya marjinal olasılık adı verilir. Bu önseldir, çünkü B olayı hakkında önceden herhangi bir bilgiyi içermemektedir.
- P(A|B) terimi verilmiş B için A'nın koşullu olasılığı adını alır.
- P(B|A) terimi verilmiş A için B'nin koşullu olasılığı adını taşır.
- P(B) terimi B olayı için 'önsel' olasılıktır veya B'nin marjinal olasılığıdır ve matematiksel rolü normalize eden bir sabittir.

Bu şekildeki Bayes teoremini, fazla matematiksel olmadan, sezgiye dayanarak şöyle açıklayabiliriz: Bayes teoremi eğer B gözlemlenmiş ise, A gözlemi hakkındaki inançların ne şekilde güncelleştirilebileceğini ortaya çıkartır.

1.7.1.3. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Rassal Yürüyüş Teorisi

Etkin piyasalar ve rassal yürüyüş teorisine göre, piyasada oluşan pay senedi fiyatları şirket ve pay senetleri ile ilgili tüm bilgileri yansıtır; diğer bir ifade ile etkin bir piyasada fiyatlar mevcut bütün bilgi ve verileri içerir. Böylece, herhangi bir yatırımcının, şirketle ilgili bir bilgiyi kullanarak piyasada oluşan fiyatlardan alım-satım yoluyla diğer yatırımcılara göre aşırı bir kazanç sağlaması olanaksızdır. Pay senetlerinin cari fiyatları, yatırımcıların kar payı ve fiyat beklentilerine göre oluşur. Söz konusu beklentiler, yatırımcının şirket ve onun gelecekteki profili ile ilgili bilgilere dayanır.

a) Zayıf Etkin Piyasalar Teorisi

Bu tür piyasalarda, hisse senedinin pazar fiyatının geçmiş fiyatlarına ilişkin bilgiler kolayca elde edilebilmektedir. Ancak bu bilgiler kullanılarak aşırı kazanç sağlanamaz. Bunun nedeni hisse senetlerinin geçmiş fiyatları kamuya açıktır ve pay senetlerinin, geçmiş fiyat verileri herkes tarafından bilinmekte ve cari fiyat geçmiş fiyat bilgilerini de yansıtmaktadır. Bütün yatırımcılar kamuya açıklanan bu tür bilgilere ulaşabiliyorsa hiçbir yatırımcının bu bilgilere dayalı avantaj sağlaması beklenemez. Etkinlik ile ilgili yapılan araştırmaların çoğu zayıf etkinlik görüşüyle aynı kanahta sahiptirler. Piyasada geçmiş fiyat hareketlerine ilişkin bilgi setine dayalı aşırı kazanç fırsatları oluşuyorsa, piyasa zayıf etkin piyasa sayılmaz.

b) Yarı Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi

Yarı güçlü etkinlik piyasalarına göre, kamuya açıklanan tüm bilgiler hisse senedinin fiyatına yansıtmakta ve bu bilgilerin hiçbir yatırımcıya avantaj sağlamadığını ifade etmektedir. Bunun nedeni geçmiş fiyat hareketlerinin yanında, firmanın ürün hattıyla ilgili temel bilgileri, bilançosu, patentleri, kazanç tahminleri vb. cari fiyatların kamuya açıklanan tüm bilgileri doğru ve zamanında yansıtmasıdır. Firmaların genel ekonomik durumlarına dair yaptıkları açıklamalar hisse senedi fiyatlarına çok çabuk yansımaktadır. Dolayısıyla hiçbir yatırımcı ortalamasının üstünde getiriler elde ederek pazarda avantaj sağlayamamaktadır. Kamuya açıklanan bilgilerden firmanın işlerinin iyi gittiği sonucu çıkarılıyorsa, firmanın pay senedi yükselir, tersine işler kötü gidiyorsa yatırımcılar, ilgili firmanın pay senetlerini satarlar, böylece fiyat düşer.

Firmaya ilişkin yeni bilgi edinilmediği sürece, pay senedinin gelecekteki fiyatı teorik olarak değişmeyecektir.

Yarı güçlü etkinliği test etmek için de çok sayıda araştırma yapılmıştır. Yapılan testler, yarı güçlü etkinlik görüşünü doğrulamıştır. Pazarın kar ve dividant artışı gibi belirli bilgileri oldukça kısa sürede dengelediği görülmüştür. Bununla birlikte bazı çalışmalar, pazar fiyatının tüm bilgileri yansıtamadığını böylece olağanüstü kazancın olabileceğini de ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle fiyat, kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıtmakta ancak; etkinlik derecesi enformasyon türüne ve alım-satıma konu olan varlığın tipine bağlı olarak değişmektedir. Sözgelimi gayrimenkul piyasası, hisse senedi piyasası kadar etkin değildir. Zira Türkiye gibi gayrimenkul piyasası hakkında düzenli bilgi akışının olmadığı pazarlarda, bilgilerin sürekli olarak derlenip analiz edildiği hisse senedi piyasasına göre daha zordur (Berk, 2010: 400).

c) Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi

Fiyatların geçmiş bilgileri, kamuya açıklanmış ve de kamuya açıklanmamış her türlü bilgiyi tam olarak kısa sürede yansıttığı piyasalar güçlü formda etkindirler. Bu şartlar altında hiçbir analiz yatırımcılara kar sağlayabilecekleri bir yol gösteremez. Türkiye gibi gelişen hisse senedi piyasalarında zayıf formda piyasa etkinliğinden bahsedilirken; ABD gibi gelişmiş hisse senedi piyasalarında ise yarı güçlü formda piyasa etkinliğinin varlığından söz edilmektedir. Güçlü formda piyasa etkinliği ise ulaşılmaması imkânsız bir ideal olarak görülmektedir.

Bir piyasanın güçlü formda etkin olup olmadığını değerlendirmek için içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik testler (Kamuya açıklanmamış özel bilgilere örneğin; küçülme, birleşme vb. bilgiler ancak şirketin ortakları, yöneticileri ve çalışanları ulaşabilirler. Bu kişilerin bu özel bilgileri kullanarak normalüstü getiri elde edip etmedikleri araştırılır) ve yatırım fonları ve büyük portföylerin yöneticilerine yönelik testler yapılmaktadır.

1.7.2. Modern Portföy Teorileri

Markowitz 1952 yılında yayınlamış olduğu makalede finans dünyasında modern portföy adına büyük bir dönüşümün ilk adımını atmıştır. Markowitz'in (1952) yayınladığı çalışmaya göre; portföy seçim süreci iki aşamadan oluşmaktadır. Bunlardan ilk aşama gözlem ve deneyim ile başlamaktadır ve mevcut menkul kıymetlerin gelecekteki performanslarına ilişkin varsayımlar ile sona ermektedir. İkinci aşama ise; ilk süreçteki performans varsayımlarıyla başlamakta ve portföyün seçimiyle sona ermektedir.

Kısaca; Markowitz 1952 yılında gerçekleştirmiş olduğu araştırmasında, portföy seçim sürecinin ikinci aşamasını incelemiştir. Markowitz, mantıklı bazı varsayımlar altında getiri oranına ait varyansın portföy riskinin anlamlı bir ölçüsü olduğunu göstermiştir (Norton ve Reilly, 1995: 148).

Modern Portföy Teorisi'nin temel varsayımları şunlardır (Erişmiş, 2007: 6):

- Sermaye piyasaları etkindir. Piyasa etkinliği; fiyatları etkileyebilecek tüm bilgilerin hızlı ve doğru bir biçimde fiyatlara yansiyacak olması, diğer bir ifadeyle herhangi bir anda piyasanın dengede bulunması anlamına gelir.

- Yatırımcıların temel amacı, her dönemde beklenen faydalarını maksimum kılmaktır. Fayda, refahın bir fonksiyonudur. Refah arttıkça, fayda da artar. Ancak, artış hızı, diğer bir deyişle marjinal fayda azalır.
- Yatırımcılar, portföy riskinin tahmininde, beklenen getirilerin değişkenliğini baz alırlar. Riskin ölçütü beklenen getirinin standart sapması, ya da standart sapmanın karesi, varyansdır.
- Yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken, yalnızca yatırımın beklenen getirisi ve riskini göz önünde bulundururlar.
- Yatırımcılar, riskten kaçınırlar. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar aynı risk düzeyindeki iki farklı yatırım alternatifinden beklenen getirisi daha yüksek olanı tercih ederler ya da beklenen getirisi aynı düzeyde olan iki farklı yatırım alternatifinden riski daha düşük olanı tercih ederler.

Bu varsayımlar altında, eğer baz alınmış olandan farklı bir finansal varlık, aynı risk düzeyinde daha yüksek getiri sunmuyorsa veya daha düşük risk ile aynı getiriyi sağlamıyorsa, baz alınmış olan finansal varlık etkindir (Norton ve Reilly, 1995: 148).

Markowitz'in (1952) optimal portföy seçimi modeli, CAPM ve bu modeli temel alan diğer bazı modellere de kaynak olmuştur. Takip eden bölümde öncelikle CAPM olmak üzere, CAPM'i temel alan diğer varlık fiyatlandırma modelleri incelenecektir.

1.7.2.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM)

Sermaye piyasalarında işlem yapacak olan yatırımcıların seçebilecekleri birçok yatırım alternatifi mevcuttur. İşlem yapacak yatırımcılara ilişkin iki önemli varsayım mevcuttur. Bunlardan birincisi yatırımcılar, riskten kaçınacak ikincisi ise menkul kıymetlere yaptıkları yatırımdan maksimum beklenti içerisinde olarak hareket etmektir. Yatırımcılar Markowitz'in geliştirdiği modele göre etkinlik sınırı üzerindeki portföy bileşimine ulaşmak isteyeceklerdir. Modern portföy modelinde etkinlik sınırı üzerindeki portföyler farklı risklerle karşı karşıya olduklarından yatırımcıların tutum ve davranışlarının yani yatırımlarını hangi sınırdaki uygulayacaklarını belirlemek zor olacaktır.

William Sharpe (1964) tarafından geliştirilen sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli, modern portföy teorisinin bir nevi genişletilmiş halidir. Modern portföy teorisi, risk ve getiri arasındaki ilişkiye dayanmakta ve portföyün tüm riskinin, portföydeki menkul kıymetlerin

risklerine bağılı olduğunu ve çeşitlendirme ile toplam riskin azaltılabileceğini belirtmektedir. Sermaye aralıkları fiyatlandırma modeli (SVFM) ise, portföyün toplam riskinin, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrıldığını ve çeşitlendirme yoluyla sadece sistematik olmayan riskin giderilebileceğini öne sürmektedir (Aydoğan, 2013: 9).

Finansal varlıkları fiyatlama modelinin varsayımları şunlardır (Poyraz, 2013: 496):

- Yatırımcıların portföyleri bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalar incelenerek değerlendirilir.
- Yatırımcılar daima daha yüksek getiri beklerler. Beklenen getiriler hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek beklenen getirili olanı seçerler.
- Yatırımcılar riskten kaçarlar. Standart sapmaları hariç her şeyi aynı olan iki portföyden düşük standart sapmalı olanı seçerler.
- Bireysel varlıklar, sonsuz bölünebilir yani eğer yatırımcı çok isterse bir payın küçük bir yüzdesini bile satın alabilir.
- Yatırımcıların hem ödünç verebileceği (yani yatırım yapabileceği) hem de borç alabileceği bir risksiz oran vardır.
- İşlem maliyetleri dikkate alınmaz.
- Bütün yatırımcıların aynı ve bir dönemlik yatırım beklentileri vardır.
- Risksiz oran, bütün yatırımcılar için aynıdır.
- Bilgi, bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir şekildedir.
- Yatırımcıların beklentileri homojendir. Yani menkul kıymetlerin beklenen getirilerini, standart sapmalarını kovaryanslarını anlama yetenekleri aynıdır.

Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırılması Modeli, herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının (Özkaynak Maliyetinin) risksiz faiz oranına risk priminin eklenmesiyle bulunabileceğini ileri sürer.

Bu modelde; beklenen getiri (expected return) :

- Risksiz faiz oranına
- Pazar riski primine ve
- Menkul kıymetin “beta katsayısı” na bağlıdır.

Pazar riski primi, risksiz faiz oranı (sabit getirili hazine bonosunun yıllık getirisi) ile bir riskli menkul kıymetin getiri oranı arasındaki farktır. Pazar riski primi oranı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Pazar Riski Primi (PRP)} = E(R_m) - k_{rf}$$

$$E(R_m) = \text{Pazar portföyünün beklenen getirisini}$$

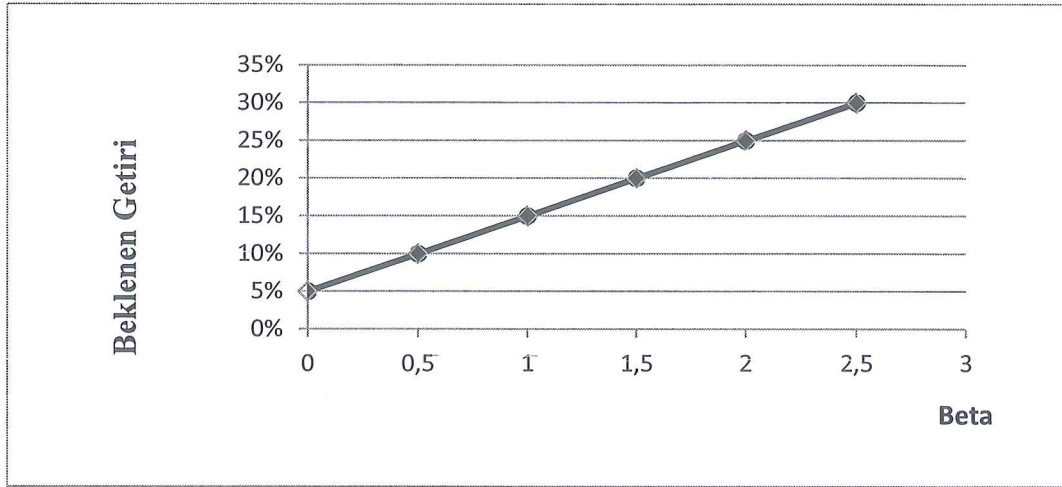
$$k_{rf} = \text{Risksiz faiz oranının (Risksiz getiriyi) göstermektedir.}$$

$$\text{Hisse senedi risk primi} = E(\text{PRP}) \times \beta_i$$

$$k_s = k_{rf} + E(\text{PRP}) \times \beta_i$$

Model bu varsayımlardan hareketle, bazı doğrusal ilişkileri oluşturur. Bunlardan biri, finansal varlık pazar doğrusudur. Aşağıdaki şekil 1.2’ de menkul kıymet pazar doğrusu (security market line) üzerindeki her bir nokta farklı betaları olan hisse senetlerini göstermektedir. Betanın bir risk ölçütü olduğu dikkate alınır; beta (hisse senedinin riski) arttıkça o hisse senedinin ortaklarının artan riske göre bekledikleri getiri (Özkaynak maliyeti) artmaktadır.

Aşağıdaki şekil 1.2’de risksiz faiz oranının % 5 olduğu varsayımı ile örneğin betası 2,5 olan bir hisse senedini elinde bulunduranların % 30 getiri bekledikleri (Özkaynak maliyetlerinin % 30 olacağı), benzer şekilde betası 1,5 olan bir hisse senedini elinde bulunduranların % 20 getiri bekledikleri (Özkaynak maliyetlerinin % 20 olacağı) anlaşılabilecektir. (Sayıgan, 2013: 278). Şekil 1.2’ de Menkul kıymet Pazar doğrusunda beklenen getiri ile beta arasındaki ilişki gösterilmektedir.



Şekil 1.2: Menkul kıymet Pazar Doğrusu

Sermaye varlıklarının fiyatlandırılması modeline göre herhangi bir borsada işlem gören hisse senetlerinin ortaklarının bekleyecekleri getiri oranı (Özkaynak maliyetleri) menkul kıymet Pazar doğrusunun pozisyonuna göre belirlenir. Bu doğrunun dikey eksenini kestiği nokta (riskin sıfır olduğu nokta) risksiz faiz oranına eşittir. Bu doğrunun eğimi yatırımcıların riske (beta) göre ne kadar getiri beklediklerini gösterir. Bu doğrunun eğimi yüksekse, yatırımcıların riske duyarlılıklarının yüksek olduğu anlaşılır. Bu durumda beklenen getiri yüksek olduğundan buna bağlı olarak özkaynak maliyetleri de yüksek olacaktır (Sayılğan, 2013: 279).

Sermaye piyasası doğrusu etkin portföylerin risk primini portföyün standart sapmasının bir fonksiyonu olarak gösterirken, Finansal Varlık Pazar Doğrusu (FVPD) ise tek bir hisse senedinin risk primini hisse senedi riskinin bir fonksiyonu olarak göstermektedir.

Modern portföy yaklaşımlarından CAMP(SVFM) ile benzerlik gösteren ve geliştirilen bir diğer model de Faktör Modelleridir. İzleyen bölümde faktör modelleri ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.7.2.2. Faktör Modelleri

Markowitz'in 1950'lerde yayınladığı modern portföy teorisi finans alanında büyük bir çığır açtı fakat bu dönemde kullanılan teknoloji ile bilgisayarlar istatistiksel çözümlerde yetersiz kaldığından 1970'li yıllara kadar pratik olarak pek kullanım alanı bulamadı. Bu süreçte bu

teoriyi basitleştirecek bazı modeller araştırılmıştır. Sonuç olarak karmaşık yapıya sahip eski teoriye kıyasla daha basitleştirilmiş endeks modelleri ile Arbitraj Fiyatlama Modeli geliştirilerek kullanılmaya başlanmıştır.

Markowitz' in teorisine göre daha önce de belirtildiği gibi yatırımcılar belirli bir getiri düzeyinde en düşük riske veya belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriye sahip portföyleri etkin sınırında belirleyebilmekteydiler. Ancak yatırımcılar bu çerçevede karar verebilmek için tek tek bütün varlıkların beklenen getirilerini, standart sapmalarını ve bu varlıklar arasındaki kovaryansları hesaplamak zorundadır. Portföyü etkileyecek olan varlık faktörlerinin sayısı arttıkça hesaplanması gereken veri sayısı da kovaryanstan dolayı çok daha fazla artacaktır. Bu durumun sakıncası Sharpe (1964) tarafından geliştirilen basit endeks modeliyle giderilmeye çalışılmıştır. Bu modelde tek bir varlık getirisi ile bir faktör arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır (Sharpe, 1964: 430). Daha sonra ise Sharpe'ın basit endeks modeli geliştirilerek çok endeksli modeller ortaya çıkmıştır.

a) Tek- Faktör Modelleri

Sharpe modeli olarak da adlandırılan tek faktör modelinin esası hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişkiyi (korelasyonu) ortadan kaldırarak, ilişkiyi yalnızca pazar endeksine bağlamasıdır. Diğer bir deyişle; bu modelin en belirgin özelliği çeşitli hisse senetlerinin getirilerinin yalnızca ortak ilişkiyi belirten tek bir faktöre bağlanabileceğinin varsayılmasıdır.

Tek endeksli modeller, menkul kıymetlerin getirilerini tek bir faktöre bağlı olarak açıklamaya çalışırlar. Bu modellerde faktör olarak çoğunlukla piyasa portföyünün getiri oranı kullanılmakla birlikte, gayrisafi milli hasıla, enflasyon oranı, piyasa faiz oranı veya sanayi endeksi gibi çeşitli ekonomik değişkenler de kullanılabilir.

Tekli endeks modeli, bir menkul kıymetin getirisinde zaman içerisinde dalgalanmalar olmasının iki nedeni olduğunu varsaymaktadır. Bunlardan birincisi makro olaylardır. Örneğin, enflasyon oranında beklenmeyen değişimler veya faiz oranı değişimleri gibi örnekler verilebilir. Bu olaylar, ekonomideki bütün işletmeleri etkilemektedir. İkinci tip olaylar, mikro olaylardır. Bu tür olaylar, sadece işletmenin kendisini etkileyen olaylardır. Bunlar yeni bir ürün geliştirmesi, grev veya yangın gibi, sadece işletmenin hisse senetlerinin değerini etkilemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1993: 130).

Riskli bir varlık getirisindeki belirsizliğin, ilki bütün varlıklar için ortak bir makroekonomik faktör ve diğeri de şirkete-özü olaylar olmak üzere iki kaynağı vardır.

Makroekonomideki gelişmelere dair yeni bilgiyi ölçen ortak faktörün beklenen değeri de sıfır olacaktır (diğer bir ifadeyle ortak makroekonomik faktör, beklenen değerinden sapmayı gösterir şekilde modelde yer alır). Bu doğrultuda menkul kıymet getirilerini açıklayan tek-faktörlü bir model aşağıdaki eşitlikle ifade edilebilir (Tekbaş ve diğerleri, 2015: 103):

$$r_i = E(r_i) + \beta_i F + \varepsilon_i$$

$E(r_i)$: i varlığının beklenen getirisi

F : faktörün beklenen değerinden sapma

β_i : i varlığının F 'ye olan duyarlılığı

ε_i : i varlığına özgü hata terimi (şirkete-özgü risk)

Yukarıdaki eşitlikle ifade edilen tek-faktör modeline göre i varlığının fiilî getirisi; (a) dönem başında varlığın beklenen getirisi, (b) beklenmeyen/öngörülme-yen makroekonomik olaylardan kaynaklanan bileşen (istatistiksel açıdan tesadüfi bir değişken olup beklenen değeri sıfırdır) ve (c) şirkete-özgü olaylardan kaynaklanan bileşenin (istatistiksel açıdan tesadüfi bir değişken olup beklenen değeri sıfırdır) toplamına eşittir. Getirilerin sistematik-olmayan bileşeni ε_i terimlerinin kendi aralarında ve F ile korelasyonsuz olduğu varsayılır.

Varlık getirilerinin tek-faktörlü bir model ile açıklanabildiği bir ekonomide, ortak makroekonomik faktörün reel Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) büyüme oranındaki öngörülme-yen değişim olduğunu varsayalım. Bu yıl için beklenen reel ekonomik büyüme oranı %5 ve A hisse senedinin bu faktöre olan duyarlılığı da 1.25 olsun. g reel GSYH'deki büyüme oranının ifade etmek üzere tek-faktör modeli şu şekilde ifade edilebilir:

$$r_A = E(r_A) + \beta_A [gGSYH - E(gGSYH)] + \varepsilon_A$$

Reel GSYH'nin %4.20 oranında büyümesi durumunda faktörün değeri -0.80% olacak, diğer bir ifadeyle ekonomi beklenenden %0.80 oranında daha az büyümüş olacaktır. Bu gelişme A hisse senedinin fiilî getirisinin beklenenden %1 daha düşük olmasına yol açar. Bununla birlikte A hisse senedinin toplam getirisinin beklenen değerinden gösterdiği toplam sapma, öngörülme-yen makroekonomik gelişmeden kaynaklan % -1 ve şirkete-özgü sistematik olmayan bileşenden kaynaklanan ε_A toplamı kadar olacaktır.

$$r_A - E(r_A) = 1.25(\%4.20 - \%5.00) + \varepsilon_A$$

Tek endeksli modellerde tüm varlık getirilerinin bir tek ortak faktöre dayandığı varsayımı, Markowitz'in teorisine göre önemli bir avantaj olarak görülür. Ancak tek faktörlü

modelin eksik yanı, varlıkların fiyatlandırılmasında sadece riskli varlıkları dikkate almasıdır. Oysa yatırım analizlerinde geniş bir yer tutan risksiz varlığın da dikkate alınması daha sağlıklı sonuçlar verebilir. Bu anlamda, tek faktörlü modelde olduğu gibi risk faktörü olarak sadece piyasa endeksini ve ilave olarak risksiz varlığı da dikkate alan finansal varlık fiyatlandırma modeli geliştirilmiştir.

b) Tek Faktör Modelinin Yararları

Faktör modellerinin Markowitz modeline göre en önemli özelliği basit olmalarıdır. Tüm menkul değerlerin getirilerinin, bir tek ortak faktöre dayandığı varsayımı, Markowitz modeline göre ona önemli bir avantaj sağlamaktadır. Markowitz modelinde portföy oluşumunu tanımlamak için araştırmacı bütün beklenen getirileri, varyansları, kovaryansları hesaplamak zorundadır (Karan, 2013: 235).

Tek faktörlü modelin ikinci yararı da çeşitleme yapmaya olanak sağlamasıdır. Pazar modelinde kullanılan Pazar riski ve Firma riski kavramlarını da bu modelde küçük bir değişiklikle kullanabilmemiz mümkündür. Faktör modelinde bu terimlerin ismi faktör riski ile faktörden kaynaklanmayan riskler olarak değişmiştir (Karan, 2013: 235).

c) İki Faktörlü Model

İki faktör modellerinden ilki Pazar portföyü ve firma büyüklüğü faktörlerini içeren modeldir. Bu modeli şu şekilde ifade etmek mümkündür:

$$R_i - R_f = \sigma_i + b_i(R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + \xi_i$$

Bu noktada tek faktör modeli olan CAPM'den farklı olarak SMB portföyü kullanılmıştır. SMB portföyü daha önce nasıl oluşturulduğu detaylı bir şekilde incelenmiş olan kesişim portföyleri kullanılarak oluşturulmuştur. SMB portföylerinin oluşturulması şu şekilde gösterilebilir (Charoenrook ve Conrad, 2005: 13):

$$\text{SMB} = 1/3(\overline{SL} + \overline{SM} + \overline{SH}) - 1/3(\overline{BL} + \overline{BM} + \overline{BH})$$

Başka bir ifade ile SMB; piyasa değerleri küçük olan hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi ile piyasa değerleri büyük olan hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi arasındaki farktır ve getirilere ait firma büyüklüğü ile bağlantılı olan risk faktörünü temsil etmektedir.

Bir diğ er iki faktör modeli ise; Pazar portföyü ve B/M oranı faktörlerini içeren modeldir. Bu model aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$R_i - R_f = \sigma_i + b_i(R_m - R_f) + s_i(\text{HML}) + \varepsilon_i$$

Bu modelde ise HML; yüksek B/M oranına sahip hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi ile düşük B/M oranına sahip hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi arasındaki farkı ifade etmektedir. HML portföylerinin oluşturulması şu şekilde gösterilebilir (Charoenrook ve Conrad, 2005: 14):

$$\text{HML} = \frac{1}{2} (\text{SH} + \text{BH}) - \frac{1}{2} (\text{SL} + \text{BL})$$

Yukarıda da görüldüğü gibi HML portföyü de SMB portföyü gibi kesişim portföylerinden yararlanılarak oluşturulmuştur. HML portföyü, B/M oranına bağlı olan risk faktörüne yöneliktir ve değer primini ifade etmektedir (Erişmiş, 2007: 43).

d) Çoklu Faktör Modelleri

Hisse senetlerinin getirilerinin ikiden fazla faktörden etkilendiği düşünülürse, modelde üç veya daha fazla faktör ilave edilebilir. Faktör sayısının artması, modelin temel mantığını değiştirmeyecektir (Karan, 2013: 241).

Tekli endeks modelinde, menkul kıymetlerin fiyatlarının, piyasadaki oluşumlara bağlı olarak birlikte değiştikleri varsayılmıştır. Oysa pazar dışı faktörlerin de, menkul kıymetlerin fiyatları üzerinde etkileri vardır. Yapılan bazı araştırmalar, pazarı etkileyen faktörlerin menkul kıymetlerin fiyatları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Menkul kıymet getirilerinin yalnızca piyasa indeksine bağlı olmayıp, daha başka değişkenlerin de etkisi altında olduğu kabul edilmektedir. Çoklu endeks modellerinden bir kısmı, sanayi dalı endeksleri, faizler, enflasyon gibi makro değişkenler olabilir (Akmut 1989: 115).

Çok endeksli modellerin en büyük avantajı, birden fazla sistematik risk faktörünü dikkate alarak her bir varlığın farklı faktörlere farklı duyarlılık gösterebileceği gerçeğini göz ardı etmemesidir. Oysa tek faktörlü modeller, bütün sistematik risk faktörlerinin sadece piyasa endeksi tarafından temsil edilebileceği varsayımından hareketle tüm varlıkların tek bir faktöre karşı duyarlılığını hesaplamaktadır (Kurtaran, 2009: 27).

Ancak çok endeksli modellerde, yine risksiz varlık dikkate alınmamakta, bu da modelin eksik yönü olarak ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda çok endeksli modellere benzer şekilde varlık getirilerinin birden çok sayıda sistematik risk faktörü tarafından etkilendiğini

öne süren ve FVFM'nin varsayımlarını azaltan arbitraj fiyatlandırma modeli geliştirilmiştir (Kurtaran, 2009: 27).

Çok faktörlü modeller ile arbitraj fiyatlandırma modeli benzerlik gösterdiğinden bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

1.7.2.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT)

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, SVFM' ye alternatif olarak geliştirilen ve SVFM' nin bir takım eksikliklerini gidermek amacıyla oluşturulan bir modeldir. Bu teori piyasalarda tek fiyat uygulamasına dayanmaktadır. Başka bir deyişle iki farklı piyasada aynı andaki fiyat farklılıklarından kaynaklanan arbitraj işleminin aynı malın iki ayrı fiyattan satılmayacağı veya arbitraj yapılamayacağı fikri oluşturmaktadır.

Teori, piyasada varlıkların fiyatlarının arbitraja imkân vermeyecek şekilde dengede olacağını ileri sürerek, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının tek fiyat şeklinde gerçekleşeceğini savunmaktadır. Başka bir ifadeyle, bu teoriye göre piyasa dengesinin kurulması kolayca gerçekleşebilecektir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 537).

Görüldüğü gibi AFT sermaye piyasalarında arbitraj olmayacağı koşuluna; başka bir ifadeyle, ' tek fiyat kanununa' dayanmakta ve SVFM'nin ortalama varyansa dayanan yapısı, risk faktörleri ve bu faktörlerin primleri ile değiştirilmektedir. Böylece modeli uygulamak için piyasa portföyüne olan ihtiyaçta ortadan kalkmıştır. Her ne kadar, AFT denge koşulunu belirlese de gerek, risk faktörlerinin sayısı ve içeriği, gerekse, duyarlılık ve risk primi katsayılarının işareti ve büyüklüğü konusunda herhangi bir bilgi vermemektedir (Başoğlu ve diğerleri, 2009: 237).

Ayrıca AFM CAMP'e göre çok daha az varsayımına tabidir. Hem AFM hem de CAMP **yatırımcıların daha fazla serveti az servete tercih ettiklerini varsaymakta ve yatırımcıların riskten hoşlanmadıklarını ifade etmektedirler.** Her iki teori de tüm yatırımcıların pozitif, ancak azalan marjinal faydaları olduğunu, yatırımlarında beklenen getiriyi arttırmayı hedeflediklerini belirtmektedirler. Her iki teorisinin de varsayımlarından biri de, sermaye pazarlarının mükemmel ve yatırımcıların homojen beklentilerinin olmasıdır (Erişmiş, 2007: 52).

AFM aşağıda belirtilen CAMP' in üç temel varsayımını gerekli görmemektedir (Karan, 2013: 270):

1. Menkul kıymet getirilerinin normal olasılık dağılımı
2. Pazar portföyünün varlığı
3. Risksiz faiz oranından borç verme veya alma

Bazı uzmanlar bu varsayımların AFM' de olmaması onu daha gerçekçi hale getirdiğini öne sürmektedirler.

Arbitraj fiyatlama modelinin temel özelliği faktörler analizinden oluşmasıdır. Söz konusu faktörler enflasyon, faiz oranı, sanayi üretimi, cari açık, büyüme vb. makroekonomik göstergelerden oluşur. Bu faktörlerin her birinin β 'sı ölçülerek, finansal varlıklar değerlendirilir. Buna karşı APT herhangi bir yatırımın beklenen getirisini aşağıdaki gibi formüle eder (Berk, 2010: 392).

$(E(r_y) = r_f + (r_{f1}-r_f)\beta_{f1} + (r_{f2}-r_f)\beta_{f2} + \dots)$ formülde $f_1, f_2 \dots$ çeşitli makroekonomik faktörleri ifade eder.

R_n : yatırımın n faktöründeki değişimlere duyarlılığı

F_n : n faktöründeki değişim

Yatırımın GSMH, enflasyon, faiz oranı vb. makroekonomik faktörlere duyarlılığını ölçen r 'ler, bu modelde de aynen SVFM' nin kullandığı r formundadır. Ayrıca AFM' de işletmeye özel riskin iyi bir çeşitlendirme (Markowitz çeşitlendirmesi) ile ortadan kaldırılabileceğini, böylece geriye sadece pazar riskinin kaldığını kabul etmektedir (Usta, 2005: 332).

BÖLÜM 2: DAVRANIŞSAL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ

Geleneksel finans kavramında insanların rasyonel davrandıkları ele alınırken, davranışsal finans kavramında insanların rasyonel davranmadıkları duygusal faktörlerin etkilerinde kaldıklarına literatür çalışmalarında yerini almıştır.

2.1. DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ

Finans tarihi boyunca yatırımcıların neye göre, nasıl ve neden yatırım yaptıkları gibi, piyasaların nasıl hareket ettiklerini incelemeye yönelik, günümüze kadar pek çok çalışma yapılmış ve teori ortaya atılmıştır. Geleneksel finans modellerine göre yatırımcı, pek çok veriyi elde ettikten sonra bunları sayısal analize tabi tutup elde edecekleri faydayı en yüksek seviyeye çıkarma amacı güden rasyonelite mantığına sahip bireyler olarak tanımlanmaktadır. Teorilerin çoğunda piyasaların etkin olduğuna değinilmiştir. Fakat zamanla bu teoriler piyasaların etkinliğini ve yeterliliğini açıklamakta yetersiz kalmıştır. Özellikle geleneksel finansın kendi alanında açıklamada yetersiz kaldığı bazı durumların neticesinde davranışsal finans kavramı adı altında yeni bir bilim dalının ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Davranışsal finansa göre birey, yatırım kararları verirken rasyonellikten uzaklaşma eğilimi göstermektedir. Yatırımcı rasyonel davranmak yerine hırsının, ihtirasının, çevre etkisinin veya duygusal faktörlerin etkisinde kalabilir. Bu nedenle kısa yoldan karar verme eğilimi gösterir. Bu kısa yoldan karar verme modelleri arasında bilişsel çelişki, temsililik yanlılığı, çapalama, pişmanlıktan kaçınma gibi temsil sorunu modeller yer almaktadır.

Finans literatürüne; etkin piyasalar kavramını kazandıran Fama (1965), etkin piyasayı; “rasyonel, kâr maksimizasyonunu amaçlayan, birbirleriyle rekabet eden, hisse senetlerinin gelecekteki fiyatlarını öngörmeye çalışan çok sayıda yatırımcının bulunduğu ve hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek mevcut bilginin bütün yatırımcılara ulaştığı bir piyasa” olarak tanımlamaktadır. Etkin bir piyasada, yatırımcılar arasındaki rekabet sayesinde hisse senetlerinin değerine ilişkin yeni bir bilginin ortaya çıkması durumunda bu bilginin bütün etkisi piyasa fiyatlarına anında yansiyacaktır (Fama, 1970: 383). Kondak (1997)’a göre, piyasada “mevcut bütün bilginin fiyatlara yansiyabilmesi” için işlem maliyetlerinin sıfır olması ve bilginin bütün yatırımcılara maliyetsiz bir şekilde ulaşması gerekmektedir (Dağ, 2008: 6).

Örneğin A şirketinde bir arkadaşınız var ve bu arkadaşınız size A şirketi ile ilgili 10 yıllık yatırım planını anlattı ve siz de bunu öğrenir öğrenmez hemen borsada A şirketinin hissesini almak istediniz. Eğer borsa etkin bir piyasa ise siz, bu hareketi yapana kadar diğer tüm yatırımcılarda bu haberi duymuş olup A şirketine yatırım yapmış olacaklardır. Dolayısı ile etkin bir piyasada duyular herkes tarafından aynı anda elde edebileceği için bu işi erken duyan bir yatırımcının avantajına söz konusu olacağından bahsedemeyiz (Etkin piyasa hipotezi. 2015).

Yatırımcılar, varlıklarını maksimize etmeye yönelik bir davranış sergileme çabasında olan rasyonel varlıklar olarak kabul edilmektedir. Etkin piyasalar hipotezi insanları yatırımlarını maksimize etmeye yönelik davranış biçimi gösteren rasyonel varlıklar olarak ön görmektedir. Ancak zamanla piyasa işleyişinde aslında durumun etkin piyasalar hipotezinde olduğu gibi işlemediği görülmüştür. Bu nedenle iktisat ve finans bilimindeki araştırmacılar insanların bu alanda göstermiş oldukları psikolojik etkileri ölçmeye çalışmıştır. Hisse senedi getirilerinin tahmin edilebilirliğine ilişkin çalışmalardan psikolojik faktörlerin etkileri üzerine yapılan ilk çalışma, Kahneman ve Tversky'in beklenti teorisidir.

Beklenti teorisi ile birlikte günümüzdeki davranışsal finansın temelleri bu şekilde atılmıştır. Davranışsal finans beklenen fayda teorisi arbitraj fiyatlama teorisinden daha dar kapsamlı olmasına karşın daha kapsamlı bir değerlendirmeyi temel almaktadır (Taner ve Akkaya, 2005: 48).

2.2. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

Şu ana kadar finansal temellerden ve bunları oluşturan teorilerden bahsedildi. Bu bölümde ise finansı, davranışsal finans olarak ele alınmasını ve insanların ekonomik kararlar alması üzerine etkileri incelenecektir.

1970'lere kadar ekonomi bilimi insan psikolojisinin ekonomi bilimi üzerinde fazla etkisinin olmadığı öngörüsünde çalışmalar yürütülürken 1970'lerin sonlarına doğru bu düşünce Kahneman ve Tversky' nin Beklentiler Teorisi (Expectancy theory) adlı çalışmalarında finansçıların farklı bir açıdan ele almasına neden olmuştur.

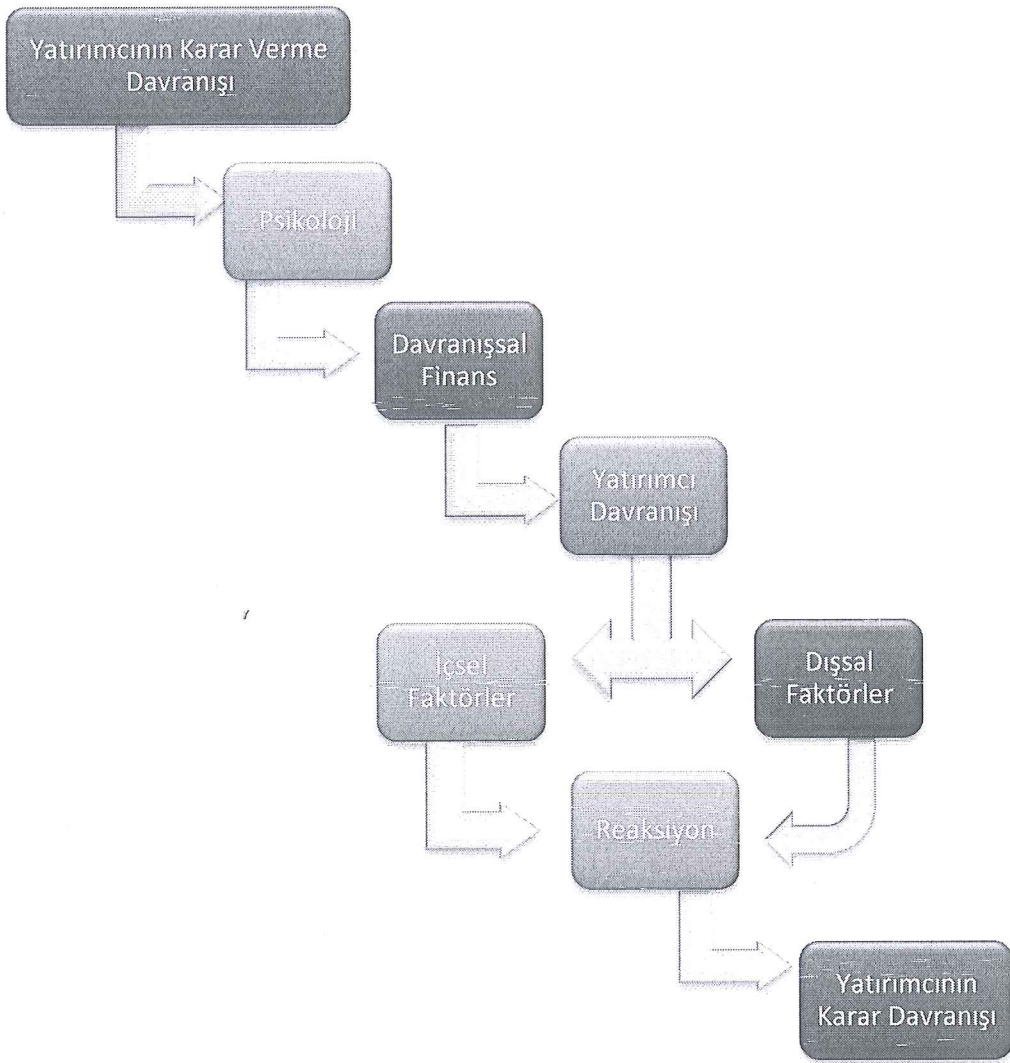
Ekonomistler, yatırımcıların belirli beklentilerinin olduğunu ve bu beklentileri ise o anki istatistiki duruma göre değerlendirdikleri konusunda hem fikirdiler. Bu yaklaşım, finans ve ekonomi dallarında beklenen fayda maksimizasyonu olarak adlandırılmaktadır. Fakat

psikologlara göre bu durum tam tersi olabilmektedir. Bazı faktörlerin yatırımcıların karar ve istatistikî verilerine rağmen etki edebileceğini öngörürler. Bunlar sezgiler, inançlar, içsel güdüler, ruh hali sabit psikolojik eğilimler gibi olabilmektedir (Ergün, 2009: 12). Buradan da anlaşıldığı üzere ekonomistler insanı rasyonel bir birey olarak ele almışlardır.

1970'lerden günümüze kadar ilgi uyandıran davranışsal finans, ekonomi ve finans açısından araştırmacıların gelişmekte olan bir alan olarak ilgisini çekmiştir. Şu ana kadar davranışsal finans ile ilgili yapılan literatürdeki birkaç çalışmanın tanımı aşağıda verilmiştir:

- “Davranışsal finans, etkin piyasalarda rasyonel yatırımcıların beklenen faydalarının maksimizasyonu teorisinin, geleneksel varsayımlarını bir kenara bırakarak yeni yaklaşım sunmaktadır” (Taner ve Akkaya, 2005: 48).
- “Davranışsal finans yatırımcıların sistematik ve mental bir şekilde hata yaptıkları bir bilim dalıdır” (Fuller, 2000: 291).
- “Davranışsal finans, piyasa katılımcılarının insan doğasının karmaşıklığı ve yetersizliği içinde davranması durumunda neler olduğunun incelenmesidir” (Mullainathan ve Thaler, 2000: 1094).
- “Davranışsal finans, bireylerin tamamen rasyonel olduğu varsayımını kabul etmeyerek yatırımcıların karar verme süreçlerinde psikolojinin rolünü ve bunun finansal piyasalardaki etkisini araştırmaktadır” (Aydoğan, 2013: 22).

Literatürde geçen davranışsal finans ile ilgili bazı tanımlardan da anlaşılacağı üzere davranışsal finans psikoloji, yatırımcı davranışını ve buna ek olarak içsel ve dışsal faktörlerle reaksiyon ile karar vermeyi etkilemektedir. Şekil 2.1' de davranışsal finans psikoloji, yatırımcı davranışını ve buna ek olarak içsel ve dışsal faktörlerle reaksiyon ile karar verme şeması aşağıdaki gibidir.



Şekil 2.1. Yatırımcının Karar Verme Davranışı

(Veeraraghaven,2010:109)

Özetle rasyonel kabul edilen bireyin aslında karar alırken istatistiki verilere ek olarak çevre, psikoloji ve geçmişe ait tutumları vb. etkenlerden etkilenmesi davranışsal finans olgusunu ortaya çıkarmıştır. İktisat biliminde yatırımcıların rasyonel davranacağı söz konusu iken davranışsal finans kavramı, bunun tam tersini bizlere sunmaktadır.

2.3. DAVRANIŞSAL FİNANSIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Finans bilim dalının bir alt bilim dalı olan davranışsal finans, son yıllarda finansın rasyonel düşünen ve davranan insan modeline karşı günümüzdeki insanların nasıl, ne zaman, hangi ruh halinde olduğunu ve bunun yatırım kararlarına nasıl etki edeceğini araştıran yeni bir bilim dalı olarak ortaya çıkmıştır.

Burada İktisat biliminin economic man olarak tanımlanan akılcı bireyin zamanla bu kavramdan uzaklaştığını ve bu bölümde bu geçişin hangi çalışmalar etkisinde olduğunu tarihçesine bakılacaktır.

Davranışsal finansın tarihçesine bakıldığında İktisat biliminin teorisyenlerinden Adam Smith (1723-1790), David Hume (1711-1790) ve Jeremy Bentham (1748-1832) gibi yaklaşık üç yüz yıllık bir tarih öncesine gidilmektedir. Bu bilim adamları, kendi alanlarında bireylerin iktisadi davranışlarının bireyin psikolojisinden etkilenip etkilenmediğini incelemişlerdir.

Adam Smith' in Ahlaki Duygular Kuramına göre, bireylerin iktisadi davranışlarında bencil olduklarını fakat bu bencilliğin toplumun etkin üretim, toplu refah ve israfı önleme açısından faydalı olduğunu vurgulamaktadır (Kesici, 2010: 90). Milletlerin Zenginliği adlı kitabında insanın motivasyonunun elde ettiği faydadan kaynaklandığını vurgulamış ve her bir bireyin serbest bir rekabetçi ortamda olması neticesinde sosyal durumun daha iyiye gideceğini ifade etmektedir (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 289).

David Hume, yapmış olduğu çalışmalarda hayatı sevmenin tutkunun ve inatçılığın insan seçimlerinin üzerinde etkisi olduğunu belirtmiş ve Smith' e nazaran sempati konusunda ise insanların davranış nedenlerine göre kendi tutkularının çıkabileceğini ve bu sebeple kişilerin sempatisinin artabileceğini vurgulamaktadır (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 289).

Jeremy Bentham “kişilerin asıl duygularının haz ve ıstırap olduğunu, hukukun her zaman ve her yerde devlet otoritesi ile yaptırma bağlanmış bir kurallar bütünü olduğunu ve buna bağlı olarak, hukukun yöneldiği amaç da adalet değil, insanları daha çok mutlu edecek ve daha az ızdırap verecek düzeni kurmak olduğunu söylemektedir”. Bir eylem, mutluluk ürettiği için meşru olduğunu bunun neticesinde devlete itaatin ise fayda sonucunda olduğunu vurgulamaktadır (Akyıldız, 2006: 8).

Keynes, Irving, Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla yirminci yüzyılın ortalarından sonra itibar görmeye başlamıştır (Cornicello, 2004: 24).

Davranışsal finans, zamanla psikologların yapmış olduğu çalışmalar neticesinde iktisatçıların ilgisini çekmeye başlamıştır. İlk olarak Slovic davranışsal kavramların finans ile ilgisini iki çalışmasında da değinmiştir.

İlk çalışması 1969 yılındaki hisse senedi brokerlarının karar süreci ikinci çalışması ise 1972' de yapmış olduğu analist ve bireysel yatırımcılar üzerinedir. Bu alanda yapılan en önemli çalışma ise Kahneman ve Tversky nin 1974' de yayınlamış oldukları Zihinsel Kısa yol GÜdülü Hatalar ve ikincisi 1979' daki Çerçeve Bağımlılığı (Frame Dependence) üzerinedir. Davranışsal finansın temellerinin Kahneman ve Tversky' nin çalışmaları ile oluşturulduğu kabul edilmektedir (Bayar ve Kılıç, 2012: 180).

Daniel Kahneman, rasyonel insanların yatırım davranışlarında sergiledikleri tutumları, sezgileri ve kararları yazdıkları ve yapmış olduğu kanıtlarla finansın, piyasa mekanizmasında yer alan bu yeni dalın önemini ortaya çıkarmıştır. 2002 yılında almış olduğu Nobel ödülü ile bu alanın önemi daha da artmıştır. Birçok akademisyen ve ekonomist bu alanda yeni çalışmalara imza atmaktadır.

2.4. EKONOMİ VE PSİKOLOJİDE KARAR VERME

Bireyler kendi duygu, düşünce, kişisel arzu ve yeteneklerine göre yaptıkları davranışlar ile içinde buldukları grubun davranış biçimlerinin tesiri altında kalarak sosyal bir etkileşim alanının kapsamında yaşamaktadırlar. Ruhsal faktörler insanların içinde bulunduğu durumu etkilediği gibi gelecekte alacağı kararları da etkileyecek düzeyde gerçekleşmektedir. Bu etkileşim çerçevesinde, taklit ve karşıtlık, moda ve alışkanlıklar, iyimser veya kötümser psikolojik hava, bireysel davranışların bulaşıcılığı, sürü psikolojisi, rasyonelliğe karşı irrasyonellik, belirsizliklerle dolu kaotik ortam, ekonomik bağımlılık ve bağımlılığın bireysel hareketleri kısıtlaması gibi faktörler insan davranışlarını büyük ölçüde tesiri altına alan faktörlerdir. Bireysel hatalar belirli bir zaman sonra toplumsal hatalara dönüşebilmektedir. İstek ve ihtiyaçların sonsuz olması insanoğlu psikolojisini etkilemektedir. Tam tersi ekonomik durumun kötü olması ise insan ruhunu olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir. Bu nedenle hem insan hem de içinde bulunulan toplum birbirini etkileyen bir kısır döngü oluşturmaktadır (Günaydın, 2007: 31-32).

Diğer sosyal bilimler gibi İktisat, Finans ve Psikoloji biliminin temeline bakıldığında insan faktörü ön plana çıkmaktadır. İktisat ve Finans bilimi insanların ekonomik tercih ve bunun neticesi olan kararları ile ilgilenirken, Psikoloji bilimi, insan davranışları ve bu

davranışların nedenleri ile ilgilenmektedir. Bireyler ekonominin temel etmeni olduğu için bireylerin ekonomiye etkileri ve bunun sonucunda oluşacak bir tepki olgusu ekonomi ve finans alanını yakından ilgilendirecektir. Örneğin, bir yatırımcının neden A hisse senedini tercih edip B hisse senedini tercih etmediği, neden A malını satın almasına rağmen B malını satın almadığı, önümüzdeki yıl fiyat artışlarına bağlı olan birçok soru, iktisat ve finans bilimin ilgi alanını oluşturmaktadır. Bu noktada psikoloji, bireylerin tercihlerinin neden farklı olduğunu ölçmek için iktisat ve finans bilimi içerisine dâhil edilmektedir (Çalık ve Düzü, 2009: 2).

Psikoloji ve geleneksel ekonomi arasındaki bu tür farklılıklar zamanla araştırmacıların dikkatini çekerek literatüre konu olmuştur. Ekonomi verilerindeki genel tanımlama ve ifadeler psikolojinin tam tersi insanların duygusal davranışlarını ve bunların ölçülmelerine imkân tanınaması nedeniyle bir yoksunluk oluşturmaktadır. Bu durum psikolojide bir karar çerçevesi olgusunu ortaya çıkarmaktadır (Barak, 2008: 69).

2.5. DAVRANIŞSAL FİNANSIN DİĞER BİLİM DALLARI İLE OLAN İLİŞKİSİ

Yatırımcıların finansal kararlarında psikolojik faktörlerin etkisinde kalması finans bilimi ile psikoloji bilimi arasındaki ilişkiden dolayı finans biliminin bir alt bilim dalı olan davranışsal finans kavramının ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir. Davranışsal finans kavramının, tatbikatta kullandığı diğer bilim dalları psikoloji, sosyoloji ve sosyal psikolojidir.

2.5.1. Psikoloji

Davranışsal finansın temelleri psikoloji, sosyoloji, antropoloji, finans ve sosyal psikoloji gibi bilim dallarının temellerine dayandırılmaktadır. Bu bilim dalları hakkında bilgi sahibi olunması ise davranışsal finansın daha iyi anlaşılmasına yardımcı olmaktadır.

Psikoloji insan davranışlarının ve zihinsel süreçlerin bilimsel olarak incelenmesi olarak ifade edilebilir. Hareketler, psikolojik değişiklikler ve konuşma gibi gözlenebilecek davranışsal olgular, rüyalar ve düşünceler gibi olgular psikolojinin konusunu teşkil etmektedir (Böyükaslan, 2012: 31).

Psikoloji ve finansın ilişkisine bir göz atıldığında yazılan kaynakların pek de yeni olmadığı görülmektedir. 1912’ de Selden’ in yazmış olduğu ‘Borsa’nın Psikolojisi’ adlı kitabı ve 1974’ te Tversky ve Kahneman’ın “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”

adlı makalesi o zamanlarda psikoloji ile ilgilenen bireylerin bu konu ile ilgili bakış açılarını değiştirecek bir öncülüğe yol açmıştır (Oran ve diğerleri, 2010: 298).

Bireylerin finansal kararlarındaki davranış ve tutumları üzerine 10 Aralık 2002 yılında Stokholm’de Nobel Ekonomi Ödülüne layık görülen ‘Kahneman’ rasyonel ekonomi dünyasına, psikolojisinin, zihinselliğin, bahislerin, rastgeleliğin ve belirsizliğin girdiğini söylemiştir.

Kahneman’ın davranışsal tutumlarımızdaki psikolojiye dikkat çekmesini bir örnekleme ile pekiştirelim. 1993 yılındaki New York Borsası üzerine yapılan bir deneyde hava durumu ile borsadaki hisse senetleri arasındaki ilişkiyi konu almıştır. Bu çalışmanın sonuçlarında New York Borsasındaki hisse senetleri bulutlu günlerde daha düşük seviyelerde seyrettiği gözlemlenmiştir. Bu sonucu bireylerin kapalı havalarda ruh hallerinin kötü olduğunu ve bu durumun New York Borsasına yansıdığını dayandırmaktadırlar (Şentürk ve Fındık, 2014: 127-139). Bunun gibi psikolojik durumumuzun aldığımız finansal kararlar üzerine etkilerinin örneklendirmesi literatür çalışmalarında mevcuttur.

2.5.2. Sosyoloji

Sosyoloji diğer bilim dalları gibi genç bir bilim dalıdır. Sosyolojinin isim babası Auguste Comte’dir. Latince kökenli kelime olan “socius” Yunanca inceleme anlamına gelen “logos” kelimelerinin birleşiminden oluşmuştur (Abercrombie ve diğerleri, 1994: 396).

Sosyoloji, toplumdaki insanların kaygılarını, düşlerini ve acılarını anlamamızı sağlar, empati yeteneğimizi güçlendirir. Diğer toplumlar hakkında bilgimizi artırır ve ekonomik birimler arasındaki toplumsal olayları incelenmesini kolaylaştırır. Dolayısıyla uzun bir geçmişi olan bu bilim dalının amacı, toplumun yapısını baz almak, kişinin neden grup içerisinde olduğunu incelemek ve kişinin sosyal yaşantısındaki değişimleri incelemektir (Ateş, 2007: 58).

Psikoloji gibi sosyoloji bilimi de bireylerin finansal karar almalarındaki eğilimlerini etkileyen bir bilim dalı olarak ele alınmaktadır.

2.5.3. Sosyal Psikoloji

Sosyal psikoloji, toplumsal olayların insan üzerindeki etkisini inceleyen bir bilim dalıdır. Psikologlar ve sosyologlar, genellikle bu araştırmayı yapan kişilerdir. Bu nedenle bütün psikologlar ve sosyologlar, birey ve topluluk bazında çalışırlar. Fakat psikologların ve

sosyologların amaçları, yöntemleri ve yaklaşımları birbirlerine göre farklılık göstermektedir. Davranışsal finans insanların akılcı davranamayacakları olgusunu ele alır. Bu durum sosyal psikoloji tarafından da desteklenmektedir. Örneğin; yatırımcıların fazla bilgisi olmadıkları hisse senetleri üzerinde ilk izlenimleri olumlu ise yatırım yapma eğiliminde olabileceklerini söyleyebiliriz (Ateş, 2007: 55).

2.6. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

Davranışsal finasta yatırımcı eğilimleri bilişsel eğilimler ve duygusal eğilimler olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.6.1. Bilişsel Eğilimler

Yatırımcıların düşünceleri sonucuna elde ettikleri çıktılar olarak söylenebilir. Bilişsel eğilimleri çerçeveleme eğilimi, zihinsel muhasebe, belirsizlikten kaçma, muhafazakarlık, temsiliyet, aşırı güven, doğrulama ve bilişsel çelişkiyi kapsamaktadır.

a) Çerçeveleme Eğilimi

Çerçeveleme etkisi bize sunulan herhangi bir soruna veya probleme karşılık olarak vereceğimiz bir tutum olgusudur diyebiliriz. Örneğin, 2 TL ile alacağımız bir miktar elmayı aldığımız zamanki sergilediğimiz davranış ile 2TL ile o miktardaki elmayı alamamak arasındaki sergilediğimiz tavır çerçeve eğilimini oluşturmaktadır. Çerçeveleme eğilimini çok iyi bir örnekle açıklayacak olursak; Harvard Tıp Fakültesinde doktorların yapmış olduğu bir çalışmada doktorlara kanser tedavisi ile ilgili cerrahi girişim ve radyasyon tedavisini karşılaştıran istatistiksel veriler gösteriliyor. Beş yıllık verilerde cerrahi girişim radyasyon tedavisinden daha önce olsa dahi kısa vadede daha riskli olduğu gözlemlenmiştir. Cerrahi girişimin kısa vadeli risklerine gelindiği zaman doktorların yarısına hastaların hayatta kalma oranları gösterilmiştir (1 ay sonra %90); doktorların kalan yarısına ise ölüm oranları gösterilmiştir (1 ay sonra %10). Bu sonuçlara göre doktorların tutumu, ikinci çerçeve ile kıyaslandığında (doktorların %50'si) cerrahi çerçeveyi tercih edenler, ilk çerçevede çok daha fazla olduğu görülmektedir (doktorların %84). Aslında mantıken iki tanımda aynıdır. Eğer düşüncelerinizi mantık çerçevesinden geçirip sonucu yorumladığımızda aynı cevabı vermeniz gerekir. Ama sonuca baktığımızda duygusal anlamda yaklaşıldığı için hiç de öyle

olmadığını görmekteyiz. Bu nedenle %90 hayatta kalma sonucu iyi iken %10 ölüm riski kötü olarak kabul edilmektedir (Kahneman, 2011: 354).

b) Zihinsel Muhasebe

Thaler (1999), muhasebeyi: “Benim lügatime göre muhasebe, ticari ve finansal işlemlerin defterlere kayıt edilip özetlenmesi, analiz edilmesi, doğrulanması ve sonuçların rapor edilmesini içeren bir sistemdir. Elbette ki bireyler ve hane halkı da işlemlerini ve diğer finansal olayları kaydetmeye, özetlemeye, analiz etmeye ve sonuçları rapor etmeye ihtiyaç duyarlar. Bireyler, işletmeleri yönetim muhasebesi kullanmaya sevk eden sebeplere benzer sebeplerle (parasının gidişatı ve harcamaları kontrol altında tutmak gibi) muhasebe hesabı tutarlar. Mental muhasebe, insanların zihinlerinde oluşturdukları hesapları ifade etmektedir” olarak tanımlamıştır (Gazel, 2014: 48).

Zihinsel muhasebeyi bir örnekle ifade etmek gerekirse:

Nofsinger, insanların seçimlerinde geleneksel ekonomi teorilerine bağlı kalmadıklarını ve varlık maksimizasyonunu da dikkate almadıklarının önemini vurgulamıştır. Nofsinger katılımcılarına 6 ay sonrası için 1 haftalığına tatil planladıklarını, tatilin maliyetinin toplamda \$1200 olduğunu aşağıdaki seçenekler doğrultusunda varsaymalarını istemiştir:

A. Tatil başlamadan önce 6 ay boyunca \$200 ödemeli

B. Tatilden döndükten sonra 6 ay boyunca \$200 ödemeli

Görüldüğü üzere ödenecek tutarlar aynı olmasına rağmen ödenecek zamanlar farklı olduğu görülmektedir. Buradaki temel fark bir dayanaklı mal gibi tatilin faydasının uzun sürmemesidir. Katılımcılara hangi seçeneği tercih edersiniz sorusu sorulduğundan %60'ı A seçeneği olarak, yanıt vermiştir. Geleneksel ekonomi teorilerine göre paranın zaman değeri baz alındığında, B seçeneğinin daha ucuz olması nedeniyle B seçeneğinin seçilmesi gerektiğini öngörülür. Buradaki asıl soru şudur, neden katılımcılar A seçeneğini seçerler? Bu sorunun cevabını tatil bittiğinde, aynı zamanda para ödemenin de verdiği acı bitmiştir olarak cevaplayabiliriz. Eğer ödemeler tatilden döndükten sonraki 6 ay boyunca \$200 bırakılırsa burada tatil zevkinin ne kadara mal olduğu düşüncesi tatilin verdiği zevki azaltacaktır diyebiliriz (Gazel, 2014: 49).

c) Belirsizlikten Kaçma

İnsanlar herhangi bir belirsizlik durumunda kendilerine en yakın olan seçeneği seçerler veya kararsız kalırlar.

Belirsizlikten kaçınma eğilimi ilk defa 1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından literatüre girmiştir. Ellsberg, yaptığı bir çalışmada insanların belirsizlik durumlarında nasıl davrandıklarını ele almıştır ve insanların belirsizlik içeren durumları sevmediklerini, sonuca ilişkin tahmin yürütemedikleri durumlarda ise katılmamayı tercih ettiklerini gözlemlemiştir (Ertan, 2007: 44).

Ellsberg' in çalışmasının ardından, insanların belirsiz durumlarda, nasıl tepki gösterdikleri birçok çalışma ile incelenmiştir. Bunlardan Camerer ve Weber (1992) yapmış oldukları bir çalışmada kapsamlı bir bakış açısı sunmaktadır. En popüler olan yaklaşımlarında, insanlar belirsizlik durumu ile karşılaştıkları zaman olası olasılıklı dağılımın birçok çeşidine teşebbüs ettiklerini ve bir seçim altında en uygun olanı maksimize edecek olduklarını tercih ettiklerini vurgulamaktadırlar (Barberies ve Thaler, 2003: 28).

Görüldüğü üzere finansal anlamda yatırımcılar, bir belirsizlik durumunda kararsız kalıp faydalarını maksimize edecek olan seçeneğe yöneldikleri görülmektedir.

d) Muhafazakârlık

Muhafazakârlık, yanlılığı statükoculuk tuzağı olarak da adlandırılır. Bireylerin bir karar durumunda kendilerinde olan ilk bilgiye itimat ettikleri yeni gelen bilgiyi hemen kabul edemedikleri bunun da süreci uzattığı öne sürülmektedir. Bu durum, yetersiz reaksiyona sebebiyet vermektedir. Yatırımcılar şirket ile ilgili yeni bir haberde ya geç tepki verirler veya hiç tepki vermezler. Bunun sebebi ise etkinin kısa süre içinde geçici olduğunu düşünmeleridir. Yatırım ile ilgili olan düşüncelerini haberlerden etkileyecek şekilde oluşturmadıkları için aşırı güven ve çerçevelemenin düzeltme ile birleşmesi sonucunda muhafazakârlık yanlılığı doğmaktadır (Muhafazakarlık. 2015).

Muhafazakârlık tutuculuğuna göre, FMP (Finansal Piyasa Katılımcıları) aşağıdaki durumları takip edebilirler:

Yatırım ile ilgili yeni bir bilgi sunulduğu zaman bu bilgi ile ilgili bir öngörüşü veya güncel bir bakışı o an sürdürebilirler veya yavaşlatabilirler. Örneğin, bir yatırımcı yeni bir ilaç için düzenleyici onay almak üzere olan bir ilaç şirketinin güvenliğini kendi fikirlerine

dayanarak almak istiyor ve sonra şirket bu yeni ilaç için düzenleyici onay almada sorunlar yaşadığını bildiriyor. Bu gibi bir durumda yatırımcı, şirket ile ilgili yaptığı ilk değerlemeye sadık kalabilir ve bu onu geri dönüş olarak cevap vermede başarısız kılabilir veya bu yeni bilgiye yavaş bir cevap verir. Sonuç olarak yatırımcı, mantıklı bir karar vericiye göre ilk olarak kendi güvenliğini ön planda tutar.

Karmaşık verilerin güncellenmiş bilgileri ile zihinsel olarak başa çıkmaktansa yatırımcının ilk bilgilerini sürdürmesi yönünde bir eğilim gösterebilir. Bu davranış, yeni bir bilgi sürecinin altında yatan bir zorlukla ilgilidir. Örneğin, bir müşteri, şirketin önemli bir kazanç büyüme eğilimine girdiği inancına dayanarak bir güvenlik satın alırsa ve sonra şirket hesaplamalardaki değişikliklerden dolayı umulandan daha az bir kazanç eğilimi olabilme ihtimalini kamuoyuna bildirirse, yatırımcı hesaplardaki değişikliklerin bildirilmesine rağmen bu ana değişikliği yorumlamaktansa önceki inancını sürdürebilir. Sonuç olarak yatırımcı mantıklı bir karar vericiye göre ilk olarak kendi güvenliği ön planda tutar (Pompian, 2012: 28).

e) Temsiliyet

Kişilik özellikleri kişinin hayatındaki kararları etkilemektedir. Her bir bireyin algısının farklı olması da kişilik gibi alacağı kararlarda etkili olmaktadır (Deniz ve Erciş, 2008: 2).

Kişilik özellikleri ve psikolojik faktörler, demografik ve sosyo ekonomik faktörler bir yatırımcının finansal risk algısını etkileyen iki kategorili etmenlerdir (Anbar ve Eker, 2012: 130).

Temsiliyet, karar vericilerin eğiliminin, “karar verirken, stereotypes’e (klişelere) dayanmasıdır” anlamına gelir. Bunun bilindik bir örneği, küçük sayılar yasasıdır. Burada yatırımcılar en son yatırım trendinin devam edeceğini beklerler ve aşırı ulaşma eğilimi gösterirler. Aslında insanların düşünceleri; uzun vadeli ortalamaların, düşündüklerinin altında kalmasıdır. Diyelim ki, piyasalar tamamıyla rasyonel olsun, yani hisse fiyatındaki son trendler hisse senetlerinin gelecekteki fiyat eğiliminden etkilenmesin. Yatırımcılar, o zaman revaçta olan hisse senetlerini takip edebilme eğilimi gösterirler ve son zamanlarda düşük seyir gösteren piyasa koşullarından kaçınırlar (Singh, 2012: 120).

Sezgileri ile hareket eden insanlar, sezgisel kararlarına daha çok ağırlık verirler ve bu da psikoloji biliminde ayrı bir uğraşı alanı oluşturmaktadır. Bunun nedeni ise psikolojide bilim adamlarının bir önyargı alanının olmasıdır. Temsiliyete sahip olan sezgisel tüccarlar şu

anki mevcut bilgiye daha fazla önem verirler ve bu durum bir önceki bilgiye daha az ağırlık verdikleri anlamına gelmektedir.

f) Aşırı Güven

1960'dan bugüne kadar aşırı güven konusu psikolojide önemli bir yer teşkil etmektedir. Finans ve ekonomi bilimi aşırı güven konusunu kendi alanlarında araştırmışlardır (Skala, 2008: 35).

Aşırı güven konusunun, psikolojide önemli bir yeri vardır. Psikologlar, aşırı güven duygusu olan insanları aslında hayatta yaptıkları eylemlerden ziyade daha çok inandıkları duyguların tamamen ağır bastığı insan örneği olarak tanımlamaktadırlar. Son zamanlarda davranışsal ekonomistler, finansal piyasaların işlevliği ve finansal karar vericilerin aşırı güven sergileyen insanların finansal konuları açısından ilgilenmişlerdir. Bugüne kadar çoğu finansal piyasa çalışmaları, finansal işlem uygulayan kişilerin aşırı güven olgusunu ve karar verme davranışını gösterdiklerine değinmiştir (Allen ve Evans, 2005: 108).

Finans biliminde, insanların rasyonel davrandıkları baz alınırken davranışsal finasta aslında insanların irrasyonel davrandıkları ile ilgili araştırmalar yapılmaktadır. Aşırı güven olgusunda da insanların kendilerine ait olan düşüncelerine aşırı değer verdiklerine ve bu nedenle de yanlış karar alma ihtimallerini yükselttikleri bir davranış biçimi sergilediğinden bahsedilmektedir. Bu nedenle kısaca aşırı güveni, insanların sahip olduğu bilgilere daha fazla güven duymaları ve o yönde karar almaları olarak tanımlanabilir.

Sonuç olarak, bireylerin aşırı güven nedeniyle yaptığı tutumlar bireylerin risk düzeylerini de etkileyecektir. Aşırı güven, tutumlu olan yatırımcıların genel itibari ile risk düzeylerini de yanlış yorumladıkları gözlemlenmiştir. Bunun sebebini ise algılanan risk düzeyinin, beklenen risk düzeyinden farklı olduğu düşüncesi oluşturmaktadır. Aşırı güvene sahip olan bir yatırımcı sahip olduğu portföye daha fazla güven duymakta ve yüksek getiri inancına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu nedenle de algılanan risk düzeyi değişmektedir (Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 170).

g) Doğrulama

Doğrulama eğilimi, insanların günlük hayatta kendi fikirleri ile çelişen bilgileri kabul etmeyip, kendi fikirlerine yakın olan düşünceleri benimseme yönünde bir davranış sergilemeleri denilebilir. Psikoloji biliminin konusunu oluşturan bu eğilim zamanla

finansçıların da ilgisini çekmiştir ve davranışsal finans olgusunu oluşturarak, yeni bir alt bilim dalının oluşmasına sebebiyet vermiştir.

Muhasebe ve finansın analitik inceleme konusundan birini oluşturan doğrulama eğilimi insanların şu anki bilgileri ile çelişen yeni bilgileri reddetme eğiliminde gösterdikleri bir davranış biçimidir diye tanımlanabilir (Cipriano ve Gruca, 2014: 34).

Yatırımcılar için büyük bir problem olan doğrulama eğilimi, yanlış bir riske girme konusunda yanıltıcı bir durum ortaya çıkarmaktadır. Günümüzde doğrulama eğiliminin çalışma alanlarında incelendiğini görülmektedir. Bu konuyu inceleyen bilim adamları, hisse senedi oynaklığının yüksek olduğu yerlerde yatırımcıların doğrulama eğilimi göstermelerinin çok muhtemel olduğunu tespit etmişlerdir. Bu durum, yatırımcıların ne kadar kutuplaşmış bir hareket gösterdiklerinin belirtisidir (Frick, 2011: 19).

h) Bilişsel Çelişki

İnsanlar bir konu hakkında karar verirken;

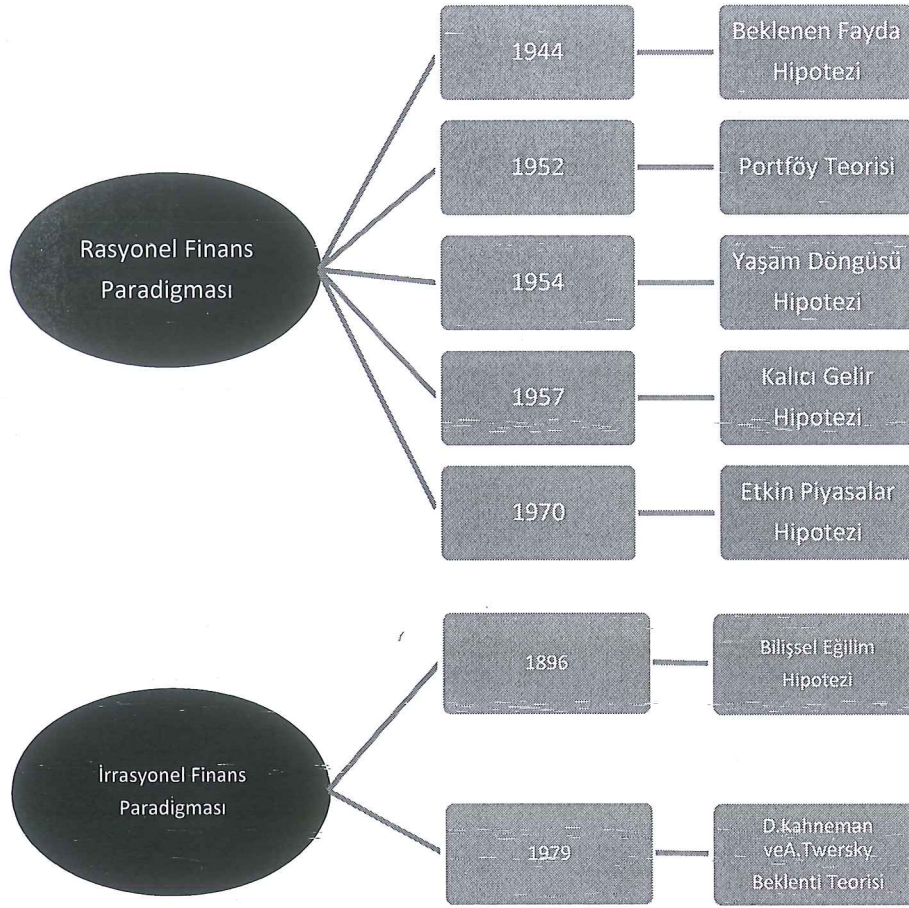
- Ben kimim?
- Bu nasıl bir durum?
- Ve benim gibi biri bu durumda ne yapar?

Sorularına yanıt aramaktadırlar. Bilişsel çelişki kuramı, insanların günlük hayatta karşılaştıkları olaylara karşı kendi beklenti ve uyumları arasındaki denge fonksiyonunu sağlamasıdır. Bu nedenle, insanlar günlük hayatta kendi düşünceleri ile ters olan bir durum ile karşılaştıkları zaman, kendi kabullerini ve düşüncelerini bu çelişkiye doğru uyumlu hale getirmeye ve çelişkiyi azaltma eğiliminde bir davranış sergilerler ve böylece içinde bulunacağı gergin durumu azaltmış oldukları söylenmektedir.

Örneğin; Türkiye'deki şike olaylarına karışan Fenerbahçe olayı, bilişsel çelişkinin örneklerinden biridir. Fenerbahçe taraftarı olmayan futbolseverler, dinleme kayıtlarından yola çıkarak şike olayının olmuş olabileceği ihtimalini savunurken, Fenerbahçe taraftarı olan bireylerin ise, ya olayın komplo olduğunu ya da girişimlerin sahaya yansımadığını ve dolayısıyla şampiyonluğu düşürecek herhangi bir olayın olmadığını düşünmektedirler (Baltaş, 2015).

Psikoloji alanını ilgilendiren konulardan biri olan bilişsel çelişki, Leon Festinger'in çalışma alanını oluşturmuştur. Festinger, psikolojide tutarsız ve uyumsuz olarak gerçekleştiği düşünceler ve inançların insanların zihinsel bir durumu olarak belirtmiştir. Örneğin; sizin çok cömert ve iyi bir hırsız arkadaşınız olsun. Güvenilmez olarak tanımladığınız bu arkadaşınıza iyi ve cömert demek ile hırsızlık vasfını göz ardı ederek, siz bir bilişsel çelişki konumunda bulunuyorsunuz. Binlerce yapılan deney ve klinik gözlemlerde bu durumda olan insanların bilişsel çelişkiyi azaltmak, içinde bulunduğu durumu rahatlatmak ve uygunsuzluğu gidermek için bireyler tarafından girişimlerde bulunulduğu gözlemlenmiştir (Olsen, 2008: 1).

Geleneksel finans yatırımcı, davranışın birçok matematiksel modeller ve çoğu farklı teorilerden oluşmaktadır. Bunların her biri finansal kararların alınmasındaki kurumsal uygulama ve daha büyük bir çerçevedeki bireyin davranışı hakkındaki varsayımların çeşitli değişimlerinin arkasındadır. Örneğin; bazı insanlar para piyasasının çok etkin olduğunu düşünürken, diğerlerinin böyle düşünmemesi gibi (Olsen, 2008: 2). Buradaki gibi insanlar finasta dahi benzer durumlarda farklı tutum davranışı sergilemektedirler. Şekil 2.2' de rasyonel finans ile irrasyonel finans'ın yıllarını ve hipotezlerini göstermektedir.



Şekil 2.2. Rasyonel finans ve Rasyonel Olmayan Finans İle İlgili Çalışma Yılları ve Hipotezler (Jurevičienė ve Ivanova, 2012: 54).

2.6.2. Duygusal Eğilimler

Duygusal faktörlerin yatırımcıların etkisinde kalması sonucunda ortaya çıkan eğilim türüdür. Aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma, sahiplik etkisi, ve statüko eğilimi oluşturmaktadır.

a) Aşırı İyimserlik Eğilimi

İyimserlikle insanların gelecek ile ilgili düşüncelerinde devamlı bir pozitif eğilimde olduğu görülmektedir. Negatif düşüncelerin ağır basmadığı birçok psikolojik çalışmalarda incelenmiştir. İktisat biliminde insanların geçmişte yaptıkları hatalardan ders çıkararak gelecekte bir daha yapmama eğiliminde olmasını amaç ederken psikoloji biliminde aslında

insan doğasının buna uymadığı görülmektedir. Bu nedenle, insanlar gelecekte hep iyimser bir tutum sergilerler. Genellikle insanların gelecekte yaşanacak olan talihsizliklerin kendilerine değil de başkalarına olan olasılığın daha fazla olacağını düşünürler.

Psikoloji bilim dalındaki aşırı iyimserlik konusu, zamanla İktisat ve Finans bilim adamlarının ilgisini çekerek kendi alanlarında çalışmalara neden olmuştur. Finans alanında yatırım tavsiyelerini ve gerekse de kazanç tahminlerinden etkilenmişlerdir. Bu alanda yapılan çalışmalarda yatırımcıların aşırı iyimser bir tutum sergiledikleri ortaya çıkmıştır.

Son zamanlarda yöneticiler, görevleri ile ilgili kararlar alırken aşırı iyimserlik ve güven gibi bazı mantıklı olmayan davranışlarda bulunmaya eğilim göstermişlerdir (Kamoto, 2014: 108).

Davranışsal finans ile ilgili çalışmalarda, yöneticilerin aşırı kendinden emin ve aşırı iyimser davrandıkları gözlemlenmiştir. Örneğin; Duke Üniversitesi tarafından finans baş sorumlularını değerlendirmek amacıyla yapılan bir araştırmada (CFOs) kurumsal müdürlerin bazı periyotlarda aşırı iyimserliğe maruz kaldıkları tespit edilmiştir. Heaton'un (2002) modeli kendi çalışmalarını iyimser değerlendiren yöneticilerin kurumlarında, net bugünkü Değer projelerinin negatif çıkma ihtimali olma olasılığı olduğunu göstermiştir. Son olarak Malmendier ve Tate (2005, 2008) Malmendier, Tate ve Yan (2011), ve Ben-David Graham ve Harvey (2010) yönetsel kararların bazen yönetici aşırı iyimserliğinden etkilendiğini çalışmalarında sunmuşlardır (Qian ve diğerleri, 2012: 555).

İnsanlar bilgileri ile şu anki durumlarının performanslarını iyi değerlendirirler bile, son zamanlardaki performanslarını ve gelecek ile ilgili durumları değerlendirmede aşırı emin bir tavır takınacaklardır. Eğer, iyimserlikleri kendi yeteneklerine ve bireysel bilgilerine göre değişim gösterse bile, gelecek ile ilgili durumlarda yine kendi aşırı iyimser bir tavır takınabilme ihtimalleri vardır ve bu sefer daha iyi yapma ihtimali olduğunu düşüneceklerdir. Örneğin, futbolseverlerin kendi takımları ile ilgili düşünceleri her zaman kazanacakları yönde olmaktadır. Fakat şöyle bir geçmişe bakıldığında her bir bireyin tuttuğu takımın kaybedişleri ve kazanışları vardır. Nedense insanlar tuttuğu takım ile ilgili kaybetmeleri o an düşünmez geleceğe yönelik nasıl olsa kazanaca umuduyla bakar bu örnek de aşırı iyimserliğin bir örneğini teşkil etmektedir.

b) Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Son zamanlarda farklı disiplinlerde çalışan öğrenciler, pişmanlığın sadece kötü sonuçlar ve sürecin içinde kötü kararlar alınmasına değil, aynı zamanda sizi motive edici ve güçlendirici bir etkisi olduğunu fark ettiler. Zamanla bu algı, birçok bilim dallarında pişmanlığı araştırmaya yönelik bir çalışma başlatılmasına öncülük etmiştir. Pişmanlıkla ilgili geçmişte ve günümüzde yapılan çalışmalar literatürde birçok alanda görülebilmektedir. Temel olarak ekonomi alanında (Bell, 1982; Loomes ve Sugden, 1982), psikoloji alanında (Gilovich ve Medvec, 1995; Kahneman ile Tversky, 1982; Landman, 1993), pazarlama alanında (Inman ve Mcalister, 1994; Simonson, 1992), hukuk alanında (Gutrihe 1999 Prentice ve Koehler 2003) vb. birçok bilim dallarında yapılan çalışma örnekleri bulunmaktadır (Zeelenberg ve Pieters, 2007: 3).

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi, yatırımcının geçmişte yaptığı kötü bir yatırımın sonucundan dolayı acı çekmesi ve kendini geri plana çekmesi olarak tanımlanabilir. Genellikle yatırımcıyı bu davranışa sevk eden iki çeşit hata olgusu vardır. Birinci hata, komisyon hatası olarak tanımlanmaktadır. İkincisi ise, bir ihmal hatası olarak tanımlanmaktadır. Birinci tür hata, insanların işlemleri sırasında kendi yaptığı hatalardan dolayı kaynaklanmaktadır. İkinci tür hata ise, ya bir gözden kaçma veya bir unutma neticesinde kaynaklanan bir hata türüdür (Jahanze ve diğerleri, 2012: 535).

Sonuç olarak, pişmanlıktan kaçma eğilimi ile ilgili denilebilir ki; insanlar gelecekte yapacakları yatırım kararlarında, geçmişlerinde yaşadıkları kötü tecrübelerden pişmanlık duyarak bu pişmanlıklarından dolayı kaçınma durumunun gözlemlenmesidir.

c) Sahiplik Etkisi

Davranışsal ekonomide, sahiplik etkisi, “insanların sahip olduğu varlıklara çok değer vermesi” olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, insanlar sahip olduklarını ellerinde tutmak için daha çok ödeme yaparlar. Başka bir kişiden alacakları bir şeyi ellerinde tutmak için çok fazla eğilim göstermezler (Endowment effect. 2015).

Sefil ve Çilingiroğlu (2011) sahiplik etkisini şu şekilde tanımlamaktadır: “Bireylerin sahip oldukları mallara biçtikleri satış değerinin, sahip olmadıkları aynı mallara, biçtikleri alıcı değerden daha fazla olduğunu ifade eden hipotezdir. İnsanların ellerindeki bir maldan vazgeçmek için istedikleri değer düzeyi, aynı malı edinmek için vermeye razı olacakları düzeyden yüksek olma durumu olarak da ifade edilebilmektedir”.

d) Statüko Eğilimi

Statüko eğilimi veya ön yargısı olarak adlandırılan bu önyargı, bireylerin statüko önyargılarına daha çok önem vermelerine ve kendi kararlarını daha iyi değerlendirmelerine yönelik bir bilişsel önyargıdır. Bu durum, aslında anlamlı bir değişiklik yapmaktan kaçınma olarak söylenebilir. Bu durumda kişi, şu anki baskın bir durumdan veya önceki düşüncelerinden etkilenebilir. Bu gibi durumlar çok da optimal olmayan bir duruma sebebiyet vermektedir (Gubaydullina ve diğerleri, 2011: 33).

Statüko yanlılığı, kısaca alışagelmış olanı tercih etmeyi veya çoğunluğa uymayı tercih etmeyi kabul etme olarak tanımlanabilmektedir.

Hakan Özerol, statüko konusunu, “hisne senedi hikayesi” ni şu şekilde örneklendirmektedir:

“Elinizde Pekim hisse senetleri olduğunu düşünelim. Ve güvendiğiniz bir kişi (ki bu ben oluyorum) yanınıza gelip bu hisseleri satmanızı ve yerine Tüpraş hisse senetleri almanızı öneriyor. Onu dinlemiyorsunuz. Bir ay sonra onun dediği ve almadığınız hisseler %30 artarken, sizin kendi kararınızla aldığınız ve hala tuttuğunuz hisse senetleri %30 düşmüş. Ne hissedersiniz?

İkinci hikâye ise şöyle olsun. Elinizde Pektim hisseleri var ve ben gelip size onları satarak, yerlerine Tüpraş hisseleri almanızı öneriyorum. Bu kez beni dinliyor ve elinizdeki hisseleri satarak yerine Tüpraş alıyorsunuz. Bir ay sonra satmış olduğunuz hisselerin %30 arttığını görüyorsunuz. Oysa benim size aldırılmış olduğum hisseler %30 düşmüş. Ne hissedersiniz” ?

Özerol, bu sorularında her iki seçenekte de muhtemel olarak üzülmeye hissedeceğinizi söylemektedir (Özerol, 2011: 84).

Ve statükoyu seçmenin aslında kolayımıza geldiğini ve ilerde fırsat maliyetinin olduğunu, buna ek olarak da statüko noktasından karar vermeye başlamanın, sıfır düzeyinde olduğunuzu düşünerek hareket edilmesi gerektiği önerilerinde bulunmaktadır (Özerol, 2011: 85).

2.6.3. Sürü Psikolojisi

Yatırımcıların göstermiş oldukları ortak davranış biçimi olarak söylenebilir. Her bilim dalında olduğu gibi finansta da sürü davranışı gözlemlendiği söylenebilir. Yatırımcı

davranışında sürü psikolojisini rasyonel sürü davranışı, bilgiye dayalı sürü davranışı (bilgi çağlayanı), saygınlığa dayalı sürü davranışı, ücrete dayalı sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olarak ayrılmaktadır.

a) Rasyonel Sürü Davranışları

Yatırımcılar yatırım kararlarını kendi öz yargılarına göre almayıp o anki istatistiki verileri göz ardı etmeyerek karar vermeye yönelirler. Bu tür analist tahminlerini kullanmaları, yatırımcıların birçok ampirik araştırmaya konu olmasına neden olmuştur. Yatırımcılar burada analistlerin varsayımlarını göz ardı etmeyerek örtülü varsayım ile analistlerin tahminlerinin tarafsızca özel bir şekilde yansıttığı inancı vardır. Fakat bu varsayım, net bir şekilde geçerli değildir. Bunun nedeni ise analistlerin tahmin yaparken kendilerine verilen bilgilerden ziyade önceki kazanç tahminlerine daha yatkın oldukları saptanmıştır. Bu ek olarak, analistlerin sürü davranışı sergiledikleri de tespit edilmiştir. Bunun neticesinde analistlerin kendi tahminlerine yakın olmasa bile, geçmişte yayınlanmış tahminlere yakın bir seyir izledikleri gözlemlenmiştir. Yatırım konusunda daha fazla yeteneği olan analistlerin ise diğer analistlere göre daha az etkilendikleri tespit edilmiştir (Trueman, 1994: 97-98).

Yatırımcılar, yatırımlarını makroekonomik göstergelerle takip etmek zorunda olmalarına rağmen nedense kulaktan dolma bilgilerle takip etmeyi daha çok severler. Örneğin, piyasada bir gayrimenkulün satışının düşük olması yatırımcılarda bu satışın düşüklüğünün devam edeceği kanısının oluşmasına neden olur. Fakat durum tam tersidir. Ekonomi ve finasta bu durum sürü psikolojisi olarak adlandırılmaktadır (Durmuş, 2010: 41).

Sürü psikolojisinin ortaya çıkışı iki sebebe dayanmaktadır (Durmuş, 2010: 41):

- **Bandwagon Etkisi (Bandwagon Effect)** : Bazı yatırımcıların sergilemiş oldukları davranışları, diğer yatırımcılarında sergilemesine **Bandwagon Etkisi** denir. Örneğin, üç yatırımcımız olsun ve bu üç yatırımcının birbirlerinin davranışlarından nasıl etkilendiğine bakalım. Piyasanın sahip olmadığı bilgilere sahip olduklarını farz ederek birinci yatırımcının olumsuz bilgi alarak satışa geçtiğini, ikinci yatırımcının herhangi bir olumsuz fikri olmadığı halde, sırf birinci yatırımcı satışa geçtiği için satışa geçtiğini ve üçüncü yatırımcı pozitif bilgiye sahip olsa bile, sırf ilk iki yatırımcı satışa geçtiği için satışa geçtiği gibi bir durum etkisini oluşturmaktadır.

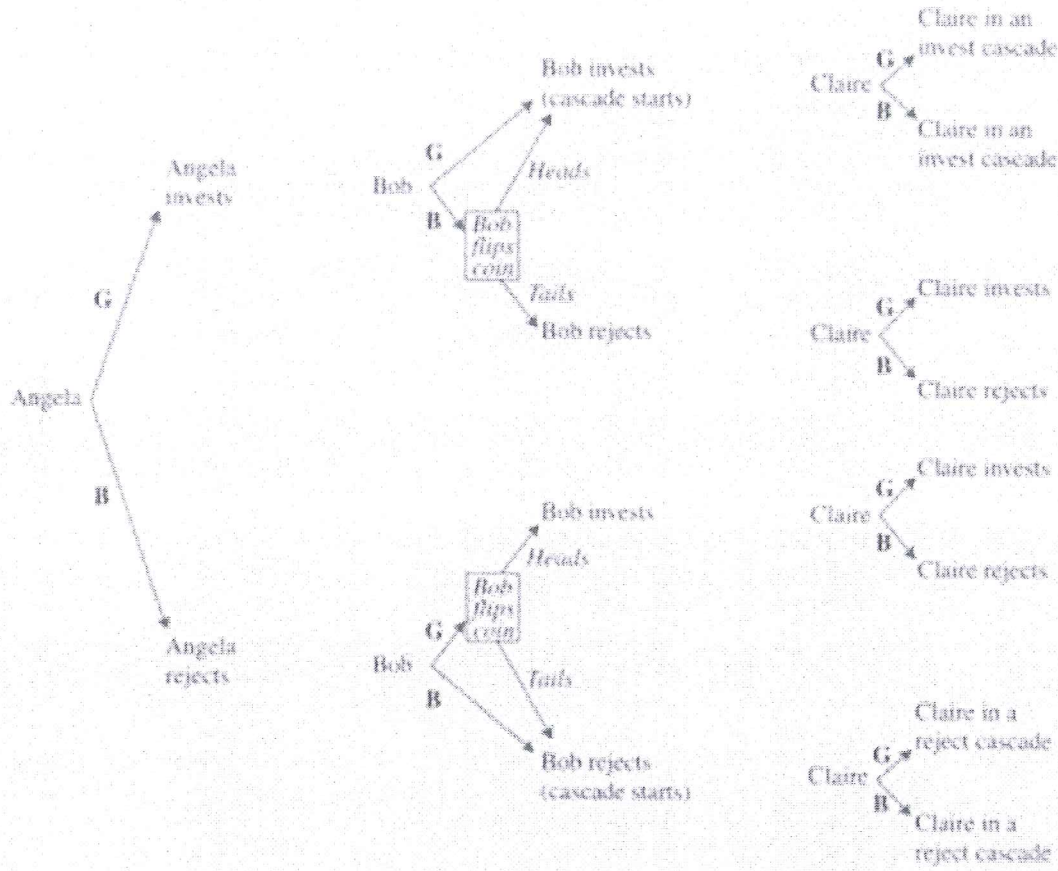
- Eğer bir ülkede kriz olasılığı yüksek ise burada yatırımcıların davranışlarında bir sürü psikolojisi yaratmaktadır. Fonlar, yatırımcılarının paralarını yönlendirip birbirleri ile karşılaştırılması sonucunu oluşturur. Piyasada herhangi bir olumsuz durumun sezilmesi fonların getirilerinin düşeceği anlamına geleceği için yatırımcılar hemen piyasadaki bu fonları satma eğiliminde bir davranış sergilerler.

Finans ve ekonomi alanında yapılan birçok çalışmada ekonomik krizlerde sürü davranışının etkisi olduğu görülmektedir. Burada insanların aslında çok mantıklı davranmayıp hareket ettikleri sonucu çıkmaktadır.

b) Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı (Bilgi Çağlayanı)

Yapılan çalışmalarda, yatırımcıların yatırım yaparken benzer düşünceler gösterdikleri saptanmıştır ve bu durum aslında yatırımcıların benzer davranış kalıplarına sahip olmasının nedenini oluşturmaktadır. Bu duruma göre yatırımcılar, benzer bilgiye sahip olduğunda bunun neticesinde benzer bir şekilde davrandıkları ve karşılaşacakları sonucun ise benzer olacağı söylenebilir. Aslında başlangıçta bilginin aynı olmamasına göre sonuç olarak aynı sonuçların beklenmesi durumu bir sürü davranış olgusunu oluşturmaktadır. Böyle bir durumda ise, yatırımcılar birbirlerinin davranışlarını ve buna ek olarak sonuçlarını çok yakından gözlemleyebilmektedirler. Bu aşamada ise şöyle bir durum ile karşılaşırız; yatırımcılar yatırım yaparken neye göre bir gidişat izlerler? İstatistiki verileri inceleyip yorumlayarak kendi düşüncelerini oluştururlar veya etraf bilgisi ile kolayca kaçıp bir davranış biçimi mi gösterirler? Yapılan çalışmalarda yatırımcıların çevre bilgisine itimat edip kolayca kaçtıkları saptanmıştır (Bikhchandani ve diğerleri, 1998: 3).

Yatırımcılar, büyük çoğunlukla aynı hareketlerde bulunurlar. Bunun tek sebebi ise aynı düşünceleri veya aynı bilgiyi bir şekilde edinmeleri kulaktan dolma bilgilere eğilim göstermeleridir. Eğer bunun tam tersi olursa, yani yatırımcı farklı bir bilgiye sahiptir ve bunun sonucunda da farklı davranış eğilimi gösterecektir. Bilgiye dayalı sürü davranışında yatırımcı, daha önce işlem yapan yatırımcıların davranışlarını örnek alıp tekrarlamayı tercih etmektedir. Bu durum bilgisel şelale yani sürü davranışı şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak bir sürü davranışı her zaman bilgisel şelaleden kaynaklanan sürü davranışını kapsamamaktadır (Çelen ve Kariv, 2004: 3).



Şekil 2.3: Bilgisel Şelaleden Kaynaklanan Sürü Davranışı

(Bickchandi ve Sharma, 2001: 285)

Yatırımcıların bilgisel şelaleyi nasıl oluşturduklarını göstermektedir. İlk olarak Angela kendi sinyalini izleyecek, eğer iyi bir sinyal gözlememişse yatırım yapacak, kötü bir sinyal gözlemişse yatırım yapmayacaktır. İkinci yatırımcı olan Bob bu durumu bilecek ve Angela'nın hareketlerinden sinyalini anlamaya çalışacaktır. Eğer Angelanın sinyali iyi ise ve Bob bunu gözlemledi ise o da yatırım yapacaktır. Bunun yerine eğer Bob'un sinyali kötü ise ve Angelanın yatırım yaptığını gözlemlerse, Bayes Kuralının başka bir uygulaması her iki seçeneğin de aynı olasılığa sahip olduğunu söyler. Bu durumda Bob yatırım yapıp yapmama konusunda kayıtsız kalacak ve karar vermek için yazı tura atacaktır. Böylece Angela yatırım yapıp Bob yatırım yapmayı reddettiğinde, üçüncü bir yatırımcı olan Claire, Angela'nın iyi sinyal ve Ali'nin kötü sinyal aldığı görecektir. Bunun yerine Angela ve Bob ikisi birden

yatırım yapma kararı vermiş olsalardı, Claire her iki yatırımcının da iyi sinyal algıladığını görecektir ve Bayes Kuralına göre yatırıma ilişkin kendi özel bilgilerini dikkate almadan yatırım yapacaktır. Dördüncü bir kişi olan Jack'in, Claire'nin aldığı yatırım kararından onun sinyallerinin ne yönde olduğunu çıkarması mümkün değildir. Tıpkı Claire gibi Jack' de kendi bilgi ve sinyallerini dikkate almadan aynı yönde yatırım yapmayı tercih edecektir. Daha sonra bu akıma Anna, Pedro, Monika vs. katılacak ve Claire'le başlayan bir yatırım şelalesi oluşacaktır. Benzer şekilde eğer Angela ve Bob her ikisi birden yatırım yapmayı reddederse bu durumda red şelalesi Claire ile başlayacaktır (Gazel, 2014: 72-73).

c) Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

Bir yöneticinin, yerinde doğru karar alması onun bu konuda yeterliliğinin göstergesidir. Yerinde ve doğru karar alması yöneticinin nitelikleri hakkında daha fazla güven vermektedir. Örneğin, değişken ve gelişken koşullarda sürekli pozisyonunu değiştiren bir politikacı kendinden emin olmayan biri olarak algılanır. Buna ek olarak birebir kendinden öncekileri taklit eden bir politikacı da kendi fikri olmayan bir kişi olarak algılanmaya maruz kalmaktadır. İktisat biliminde ideal insanın rasyonel olması gerektiği öngörülür. Daha önce elde ettiği piyasa bilgileri ile yeni elde edeceği bilgileri analiz ederek ekonomik çevre hakkında en uygun kararı almaya yönelik hareket etmesi lazımdır. Fakat saygınlık kazanmak adına, bireyler hareketlerine doğru yön vermek amacıyla hızlı gerçekleştirmeyi amaçlarlar ve bu durumda ideal olan gerçekten uzaklaşmış olurlar. Böyle bir durumun iki sebebi olduğu ön görülmektedir. Bunlardan birincisinde bireyler yeni bilgiye aşırı tepki verirler ve bu "abartma" eylemi olarak görülmektedir. İkincisinde ise bireyler, yeni bilgiler ışığında var olan bilgilerini değiştirmemeye yönelik bir tutuculuk eğilimi göstermektedir. Yatırım kararlarının öncekilerle sürekli bağlantılı olması yöneticilerin tutuculuk eğilimi göstermesine sebebiyet vermektedir (Prendergast ve Stole, 1996: 1106).

Kabiliyetleri farklı iki yöneticinin yatırım kararlarının karşılaştırılması ile bu olgu daha iyi anlaşılmaktadır. Bilindiği gibi her insan farklı olduğu için finans yöneticileri de farklı algı ve özelliklere sahiptir. Üstün kabiliyete sahip olanlar ve olmayanlar diye kategorize edilirse ve hangisinin yetenekli ve kabiliyetli olduğunu diğer ilgili bireyler bilmediği için iki yöneticinin yeteneklerini gözlemleyecekler ve yöneticilerin yatırım kararlarının benzer veya farklı olmasına göre bir değerlendirmeye tabi tutacaklar. Bu gibi bir durumda yeteneksiz yönetici yetenekli yöneticiyi taklit etmeye giderek saygınlığını koruma yönelik bir davranış

sergileyecektir. Bir başarısızlık halinde olayı gözlemleyen bireyler, kararların aynı olmasına bağlı olarak her iki yöneticinin de başarısız olduğuna inanmayacak ve başarısızlığın şanssızlık sonucu oluştuğunu inanmaya meyilli olacaktır. Bu gibi bir durumda yeteneksiz yönetici kendi bilgisine göre bir karar alsa idi, yetenekli yöneticiden farklı bir sonuç elde etmiş olacaktı. İşte bu gibi bir durumda her iki yöneticiyi gözlemleyen bireyler her iki yöneticinin de yeteneksiz olduğu kanaatine varacaklardır. Sonuç olarak, böyle bir riskten kaçınmak için yeteneksiz yönetici yetenekli yöneticiyi taklit edecektir. Bunun neticesinde saygınlığa dayalı sürü davranışı olgusu ortaya çıkmaktadır (Hirshleifer ve Teoh, 2003: 41-42).

d) Ücrete Dayalı Sürü Davranışı

Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiptir. Bunun neticesinde de, kurumsal yatırımcılar daha fazla sürü davranışı gösterme eğiliminde olurlar. Fakat kurumsal yatırımcıların bilgiye dayalı sürü davranışı göstermelerinin tek sebebi bilgi değildir. Fon yöneticilerinin gerçek performansları yerine görelî performanslarına bağlı olarak değerlendirilmesi, fon yöneticilerini diğer yöneticilerin davranışlarını taklit etmeye yönlendirmektedir (Borensztein ve Gelos, 2001: 5).

Altay (2008) ücrete dayalı sürü davranışının, temsil teorisine bağlı olduğunu söylemektedir. Temsil ilişkisi içerisinde birden çok varlığın durumunda ücretin belirlenmesi için kullanılan kriterin vekillerin performanslarının birbirleri ile uyumlu olmasına bağlamıştır. Böyle bir durumda da bir fon yöneticisinin ücretinin diğer fon yöneticilerinin performanslarının bir fonksiyonu haline gelmesi “ücrete dayalı sürü davranışını” ortaya çıkarmaktadır. Fon yöneticileri kıyaslandıkları diğer fon yöneticilerinin almış olduğu yatırım kararlarından etkilenmektedirler. Bunun sonucu olarak da fon yöneticileri birbirini taklit ederken, ücret düzeylerinin birbirinden daha düşük olma riskini ortadan kaldırmış olacaktırlar. Bu durumda ücrete dayalı sürü davranışı olgusu ortaya çıkmaktadır.

e) İrrasyonel Sürü Davranışı

Sürü davranışı genel anlamda rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere iki kola ayrılabilir. Temsil probleminden kaynaklanan sürü davranışına rasyonel sürü davranışı denmektedir. Daha önce bahsedildiği gibi yöneticiler kendilerine ait yetenek ve bilgileri doğrultusunda ilerler veya etrafi gözlemleyerek de hareket edebilmektedirler. İrrasyonel sürü davranışı ise büyük çoğunlukla yatırımcı psikolojisinden kaynaklanmaktadır. İşte bu duruma yatırımcılar, kendi bilgilerinin terk ederek diğer yatırımcıları taklit etmeye

başlarlar. Bu duruma ise irrasyonel sürü davranışı denmektedir (Chang ve diğerleri, 1999: 1652).

Klasik iktisatçılara göre insanların mantıklı oldukları ve bu nedenle gözlemlenen sürü davranışının; alınan bilgilere, saygınlığı, koruma kaygısına ve ücret yapısına bağlı olarak ortaya çıkan bir olgu olduğuna değinilmiştir. Fakat rasyonel davranışların her zaman rasyonel olmayıp duygusal faktörlerle irrasyonel olacağına değinilmiştir. Yatırımcılar ağırlıklı olarak bağlı bulunduğu grubun düşünceleri ve hareketleri dışında bir karar almaktan kaçınırlar. Bu nedenle bireyler, gruptan farklı kararlar alıp başarısız olsalardı, grup ile doğru orantıda karar alıp başarısız olmayı kabul ederler (Borensztein ve Gelos, 2001: 5).

2.7. YATIRIMCI DUYARLILIĞI

Duygusal ve bilişsel faktörlerden etkilenen yatırımcılar gerçekleşen sonuçlara ya aşırı ya da yetersiz tepki gösterdikleri yapılan çalışmalarda yer almaktadır.

2.7.1. Yetersiz ve Aşırı Tepki Gösterme

Geleneksel finans teorilerinde tüm yatırımcıların rasyonel oldukları, yapacakları değerlendirmelerde istatistikî verilerden yararlanacakları, duygusal faktörlerden etkilenmeyecekleri baz alınmaktadır. Bu nedenle finansal piyasalarda yatırım yapan bireyler, bazı faktörlerin etkisi altında kalarak yatırım kararı almaktadırlar. Yapılan çalışmalarda yatırımcılar aşırı veya eksik tepki göstererek veya söylentiler doğrultusunda işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Yatırımcıların bu davranışları sistematik hale geldikçe piyasaların üzerinde baskı ve riskin artmasına sebebiyet vermektedir.

Yatırımcı duyarlılığı, yatırımcıların beklentileri ve bu beklentilerin hisse senedi fiyatlarına nasıl yansıdığını gösteren bir olgudur. Yatırımcılar, günlük hayatta bazı haberlere fazla önem verirken, bazı haberlere ise kayıtsız kalmaktadırlar. Yatırımcıların bu tür davranış yapacağı işlemlerden dolayı bir dalgalanma oluşmasına sebebiyet vermektedir. Davranışsal finans konusunda ve ekonomi de buna yatırımcı duyarlılığının aşırı reaksiyonu veya eksik reaksiyonu olarak adlandırılmaktadır.

Piyasa etkinliğinden sapma konusu aşırı reaksiyon (overreaktion) ve eksik reaksiyon (underreaktion) olarak adlandırılmaktadır. Son zamanlarda yapılan birçok çalışmada aşırı ve eksik reaksiyon konularına değinilmiştir. Bu tespitler, “geçmiş getirileri kullanarak tahmin yapma” (predictability from past returns) araştırma dalında, kısa dönem pozitif veya uzun

dönem negatif otokorelasyon bulgularıyla ortaya konmaktadır. Bu bulguların ekonomik değerini ölçmek amacıyla, kısa dönem pozitif otokorelasyondan yararlanmak üzere “momentum” ve uzun dönem negatif otokorelasyondan yararlanmak üzere “aksi” stratejiler geliştirilmiştir (Ülkü, 1997: 101-102).

Finans literatüründe yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri ile ilgili çalışmalarda, hisse senedi getirileri gibi eksik duylara sebebiyet veren düşük reaksiyon ve hisse senedi getirilerine yüksek olması nedeniyle aşırı reaksiyon durumu anomalisi üzerinde yoğunlaşmaktadır (Barberis ve diğerleri 1998, 307). Eksik reaksiyon anomalisi, yatırımcıların hisse senetleri getirilerine eksik veya yanlış bilgi nedeniyle 1-12 aylık dönemde eksik ilgi göstermesidir. Yatırımcının içinde bulunduğu bu durumda yeni bilgi ve haberlere daha yavaş tepki vermesi söz konusudur. Yatırımcıların aşırı reaksiyon anomalisi, hisse senetleri fiyatlarının 3 ile 5 yıl gibi bir dönemde aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermesidir. Yatırımcıların aşırı ilgi göstermesi hisse senetlerinin değerinden yüksek fiyata çıkmasına neden olmakta ve takip eden yıllarda ise bu durum ortalama karın düşmesine sebebiyet vermektedir (Barberis ve diğerleri, 1998: 307-308).

BÖLÜM 3: DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ: TOKAT ÖRNEĞİ

Çalışmanın bundan önceki bölümlerinde finansal yönetim ve portföy teorileri, davranışsal finansın tarihsel gelişimi, yatırımcıların karar verme eğilimleri ve karar verme davranışları üzerinde durulmuştur. Bu bölümde ise bireylerin içinde buldukları psikolojik durumları, yaş aralığı, mesleki durumları vb. durumların yatırım yaparken bireylerin yatırım düzeylerini ne şekilde etkiledikleri araştırılmıştır

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, KISITLARI VE HİPOTEZLERİ

3.1.1. Araştırmanın Amacı

Bireysel yatırımcıların günlük yaşantılarında uygulayacakları finansal kararları verme aşamasında duygusal faktörlerden etkilendiklerini ve yatırımcıların alacakları finansal kararlarda rasyonel davranmadıklarını son zamanlarda yapılan birçok çalışmada ele alınmıştır. İlk zamanlarda iktisat bilimi alanında yapılan bu araştırmalar zamanla finans biliminin çalışma alanı içerisine de girmiştir.

Bu çalışmanın amacı; Tokat ili merkezinde ikamet eden işçi ve memurların yatırım kararları üzerinde etkili olan, iletişim ve bilgi kaynaklı eğilimlerinin, sosyal eğilimlerinin ve duygusal eğilimlerinin Tokat ilinde bir çalışma ile geçerliliğinin test edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla çeşitli davranışsal finans modellerinin yatırımcıların yatırım kararlarını yönlendirmesini ölçmek üzere tasarlanmış bireysel yatırımcı anket formu oluşturulmuş ve bu anket formunu Tokat'ta ikamet eden memur ve işçilerin, bireysel yatırım kararları üzerinde etkili olan faktörlerin araştırılması amacıyla uygulanmıştır.

3.1.2. Literatür Çalışması

Davranışsal finans ile ilgili finans literatüründe birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda insan psikolojisinin yatırım kararlarında ne düzeyde etki ettikleri araştırılmıştır. Davranışsal finans ile ilgili literatüre katkı sağlayan birkaç çalışma aşağıdaki gibidir.

Oran, Yılmaz ve Özer (2010), yaptıkları çalışmada üniversite öğrencileri ile emekliler'i de kapsayan geniş yelpazeli çalışmalarında, katılımcıların basit çıpalama algısal yanılığ göstermediği, fakat referans noktası etkisinin güvenli bir alternatifin varlığı ile mevcut

seçeneği teşvik edici olduğu, yanlış olasılık değerlendirme algısal sapmasının kumarbaz yanılığısı yönünde ağır bastığı ve risk eğiliminin bireysel kararlar üzerinde oldukça etkili olduğu bulunmuştur.

Şentürk ve Fındık (2014), yapmış oldukları çalışmada örneklem yönteminden yararlanarak rasyonel seçim teorisi ile irrasyonel (davranışsal) yaklaşım teorisi birbiri ile karşılaştırılmış ve ekonomik karar alıcının her zaman rasyonel olup olmadığı, risk ve belirsizlikler altında ne tür davranışlar sergiledikleri açıklamaya çalışılmıştır.

Gümüş, Koç ve Agalarova (2013), yapmış oldukları çalışmada Türkiye ve Azerbaycan' daki yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken duygu, sezgi ve yanlış duygu kalıplarının etkisinde kalıp kalmadıkları araştırılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre; yatırımcıların bazı kararları üzerinde gelir ve eğitim seviyesinin, medeni durumun, yaş ve cinsiyetin farklılaşmaya neden olduğu tespit edilmiştir.

Kandır ve Canbaş (2007), yapmış oldukları çalışmada yatırımcı duyarlılığının İMKB sektör getirileri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla regresyon modellerinde yararlanmışlardır. Analiz sonuçlarında, üç yatırımcı duyarlılığı temsilci değişkeninin tümü, İMKB sektör endeksleri getirilerini önemli ölçüde tahmin edebilmektedir. Yatırım ortaklıkları iskontosu, yatırım fonları fon akışı ve özellikle yabancı yatırımcıların yatırım davranışları, hisse senedi getirilerinin ne yönde ve ne derecede hareket edeceğini önemli ölçüde göstermektedir.

Durmuş (2010), yapmış olduğu çalışmada, finansal krizi açıklamaya yönelik modelleri ele almıştır. Çalışmanın sonucunda krizlerin benzer özellikler göstermesine rağmen, krizi yaşayan her ülkenin kendi iç dinamiklerinin birbirinde farklı olmasından dolayı aynı yada benzer sebeplerde dolayı oluşan krizler, her değişik şekilde kendini gösterdiğini belirtmiştir. IMF'nin krizleri aşma konusunda bir ülkede uygulamış olduğu reçetenin, başka bir ülke için uygun olmadığı tarihsel süre içerisinde anlaşıldığını belirtmiştir.

Chang, Cheng ve Khorana (2000), yapmış oldukları çalışmada US, Hong Kong, Japonya, Güney Kore ve Tayvan'daki bireysel yatırımcıların özellikle sürü davranışı gösterip göstermediklerine yönelik bir araştırma yapmışlardır. Araştırmanın sonuçlarına göre Amerika, Hong Kong' un bir kısmında ve Japonya'nın bir kısmında sürü davranışı bulunmamıştır. Fakat Güney Kore ve Tayvan'da sürü davranışı olgusunu yapmış oldukları çalışmadan

bulmuşlardır. Makroekonomik bilginin, firmaların özel bilgisine rağmen sürü davranışında daha etkili olduğu bulunmuştur.

Taner ve Akkaya (2005) yapmış oldukları çalışmada hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizin bir rakibi olarak değil, bu tekniklerin bir tamamlayıcı bir yaklaşımı olarak değerlendirilmesi, yatırımcılara daha faydalı olacağı düşünülmüştür.

Alper (2013), yapmış oldukları çalışmada, zıtlık yatırım stratejisinin, Borsa İstanbul'da vadelerinin farklı olup olmadığını incelemiştir. 1 Ocak 2000 ile 31 Aralık 2011 arası dönemde, Borsa İstanbul'da Ulusal Ulusal Pazar'da kesintisiz olarak işlem gören hisse senetlerinde oluşmaktadır. Çalışmanın sonucunda zıtlık stratejisinin bütün vadelerde karlı olduğu ancak 2 yıllık vadede ki karlılık oranının en yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tufan ve Sarıççek (2013), yapmış oldukları çalışma sonucunda Momentum Stratejisinin ve Zıtlık Stratejisinin yatırımcılar ve akademisyenler tarafından daha çok tercih edildiği sonucuna varmışlardır.

Baker ve Nofsinger (2002), yapmış oldukları çalışmada davranışsal finansın yatırımcılar tarafından neden olan hataların davranışsal ve bilişsel, zayıf ve grup hatalar olmak üzere iki tane olduğu belirtmişlerdir.

3.1.3. Araştırmanın Kısıtları

Araştırma, maliyet ve zaman kısıtları sebebiyle sadece Tokat ili merkezinde yapılmış olup, alınan sonuçların Tokat ilinin genelini temsil etmesi mümkün değildir. Yatırım kararlarının yönlendirmesini ölçmek üzere tasarlanmış bireysel yatırımcı anket formu sadece memur ve işçi kesimine uygulanmıştır.

3.1.4. Ana Kütle ve Verilerin Toplanması

Çalışmanın ana kütesini herhangi bir demografik faktör kısıtlaması olmaksızın sadece Tokat'ta yaşayan, işçi ve memur olarak çalışan bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Anket çalışması, bireysel yatırımcılarla yüz yüze yapılmış olup, anketler 400 kişiye uygulanmıştır. Anket ise literatür taraması sonucunda oluşturulmuştur.

3.1.5. Araştırmanın Hipotezleri:

Hipotez 1:

H₀: Anketi cevaplayanların cinsiyeti ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların cinsiyeti ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 2:

H₀: Anketi cevaplayanların meslek durumları ile yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler sorusu arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların meslek durumları ile yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler sorusu arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 3:

H₀: Anketi cevaplayan işçi ve memur yatırımcıların eğitim seviyeleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayan işçi ve memur yatırımcıların eğitim seviyeleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 4:

H₀: Anketi cevaplayanların gelir durumu ile kişilik özelliği arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların gelir durumu ile kişilik özelliği arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 5:

H₀: Anketi cevaplayanların cinsiyeti ile riske girme durumu arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların cinsiyeti ile riske girme durumu arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 6:

H₀: Anketi cevaplayanların geliri ile yatırımlarını takip etme düzeyi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların geliri ile yatırımlarını takip etme düzeyi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 7:

H₀: Anketi cevaplayanların yaş grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların yaş grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı ilişki vardır.

Hipotez 8:

H₀: Anketi cevaplayanların medeni durumu ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların medeni durumu ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 9:

H₀: Anketi cevaplayan yatırımcıların meslekleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayan yatırımcıların meslekleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı ilişki vardır.

Hipotez 10:

H₀: Anketi cevaplayanların yaş ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı ilişki yoktur.

H₁: Anketi cevaplayanların yaş ile yatırım yapma amacı arasında anlamlı ilişki vardır.

3.2. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ**3.2.1. Araştırmanın Modeli**

Araştırma Tokat'ta faaliyet gösteren kamu ve özel sektörde istihdam edilen memur ve işçi yatırımcılar üzerinde uygulanmıştır. Araştırma, yatırımcıların yatırım yaparken duygusal faktörlerden etkilenip etkilenmediğini ölçmeye yönelik olduğu için tanımlayıcı bir çalışma niteliğindedir.

3.2.2. Veri Toplama Aracı

Yatırımcıların yatırım yaparken etkilendiği faktörleri ölçmeye yönelik tasarlanan ifadelerin ve ölçüm aracının geliştirilmesinde önceki çalışmalardan ve literatür taramasından yararlanılmıştır. Araştırma için gerekli olan birincil elden verilerin sağlıklı olarak elde edilip, istatistiksel analize olanak verecek şekilde düzenlenebilmesi için anket yöntemi kullanılmıştır. Yatırımcı davranışını ölçmeye yönelik olarak geliştirilen anket iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm demografik bilgileri ve yatırım ile ilgili bilgileri içermektedir. İkinci bölüm ise

yatırım ile ilgili likert bazlı soruları kapsamaktadır. Belirlenen gruplar memur ve işçi kesiminden oluşmaktadır.

3.2.3. Ana Kütle Ve Örneklem

Araştırma Tokat ili merkezinde yapılmıştır. Ana kütleliyi oluşturan anketin uygulandığı işçi ve memur olan 77.768(www.sgk.gov.tr. 27.07.2015) kişiden $\alpha=0.05$ anlamlılık düzeyinde %5'lik örneklem hatası ile 400 kişilik bir örneklem belirlenmiştir. 1000'e yakın anket uygulanmıştır ve bu anketlerden eksik ya da yanlış doldurulanlar çıkartılarak toplam 400'ü değerlendirilmeye alınmıştır.

Araştırmacılara kolaylık sağlaması bakımından $\alpha=0.05$ için ± 0.03 , ± 0.05 ve ± 0.10 örneklem hataları için farklı evren büyüklüklerinden çekilmesi gereken örneklem büyüklükleri hesaplanarak aşağıda Tablo 3.1.'de verilmiştir.

Tablo 3.1: $\alpha=0.05$ İçin Örneklem Büyüklükleri

Evren Büyük- Lüğü	± 0.03 örneklem hatası (d)			± 0.05 örneklem hatası (d)			± 0.10 örneklem hatası (d)		
	p=0.5 q=0.5	p=0.8 q=0.2	p=0.3 q=0.7	p=0.5 q=0.5	p=0.8 q=0.2	p=0.3 q=0.7	p=0.5 q=0.5	p=0.8 q=0.2	p=0.3 q=0.7
100	92	87	90	80	71	77	49	38	45
500	341	289	321	217	165	196	81	55	70
750	441	358	409	254	185	226	85	57	73
1000	516	406	473	278	198	244	88	58	75
2500	748	537	660	333	224	286	93	60	78
5000	880	601	760	357	234	303	94	61	79
10000	964	639	823	370	240	313	95	61	80
25000	1023	665	865	378	244	319	96	61	80
50000	1045	674	881	381	245	321	96	61	81
100000	1056	678	888	383	245	322	96	61	81
1000000	1066	682	896	384	246	323	96	61	81
100 Milyon	1067	683	896	384	245	323	96	61	81

Yazıcıoğlu, Y. ve Erdoğan, S. (2004). *Spss Uygulamalı Bilimsel Araştırma Yöntemleri*.

Ankara: Detay Yayıncılık.

3.2.4. Verilerin Değerlendirilmesi Ve Uygulanan Analizler

Anket sonuçlarının değerlendirilmesinde SPSS (16.0) (Statistical Package for the Social Science) programı kullanılmıştır. Ankete verilen tüm soruların frekans dağılımları tablosu elde edilmiş olup, ayrıca cevaplar üzerinden Ki-Kare analizi yapılmıştır. Çalışmada hipotez testlerini sınavabilmek için de Bağımsız Örneklem T Testi uygulanıp, gruplar arası

farklılığın anlamlı olduğunu belirlemek Oneway Anova hangi gruplar arasında anlamlılık düzeyine belirtmek için ise de Post Hoc Scheffe testi yapılmıştır.

3.3. BULGULAR

3.3.1. Demografik Bulgular

İşçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcılara uyguladığımız anket verilerinin frekans analizine tabi tuttuğumuz verilerin açıklayıcı nitelikte olan demografik faktörleri (yaş, cinsiyet, gelir durumu, eğitim vb.) Tablo 3.2., Tablo 3.3, Tablo 3.4, Tablo 3.5, Tablo 3.6 ve Tablo 3.7’de verilmiştir.

Tablo 3.2: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımı

		Frekans	Yüzde	Geçerli veri Yüzdesi	Toplam Yüzde
Geçerli veri	Kadın	137	34,2	34,2	34,2
	Erkek	263	65,8	65,8	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Anket sonuçlarının Tokat il merkezindeki ankete katılan işçi ve memur kesimindeki yatırımcıların %34,2’ sini kadınlardan, %65,8’ i erkeklerden oluşturmaktadır.

Ankete katılanların %81’ i evli yatırımcılardan %19’ u ise bekar yatırımcılardan oluşturmaktadır.

Tablo 3.3: Ankete Katılan Yatırımcıların Medeni Hallerine Göre Dağılımı

		Frekans	Yüzde	Geçerli veri Yüzdesi	Toplam Yüzde
Geçerli veri	Evli	324	81,0	81,0	81,0
	Bekar	76	19,0	19,0	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Tablo 3.4’ te görüldüğü üzere anketi cevaplayanların %19’ u 20-29 yaş arası, %44,8’ i 20-39 yaş arası, %24’ ü 40-49 yaş arası, %9,5’i 50-59 yaş arası ve %2,5’i 60 ve üzeri yaş gruplarından oluşmaktadır.

Tablo 3.4: Katılan Yatırımcıların Yaş Aralığına Göre Dağılımı

		Frekans	Yüzde	Geçerli veri Yüzde	Toplam Yüzde
Geçerli veri	20-29	77	19,2	19,2	19,2
	30-39	179	44,8	44,8	64,0
	40-49	96	24,0	24,0	88,0
	50-59	38	9,5	9,5	97,5
	60-üzeri	10	2,5	2,5	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Tablo 3.5: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Eğitim Düzeyleri

		Frekans	Yüzde	Geçerli veri Yüzde	Toplam Yüzde
Geçerli veri	İlkokul	35	8,8	8,8	8,8
	Ortaokul	41	10,2	10,2	19,0
	Lise	108	27,0	27,0	46,0
	Önlisans	63	15,8	15,8	61,8
	Lisans	117	29,2	29,2	91,0
	Yüksek lisans	29	7,2	7,2	98,2
	Doktora	7	1,8	1,8	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Anketi cevaplayan yatırımcıların eğitim düzeyine bakıldığında çoğunluk % 29,2 ile lisans mezunlarından, en az kesim ise %7 ile doktora mezunlarından oluşmaktadır. Geri kalan dağılımdan %10,2'si ortaokul, %27' si lise, %15,8'i ön lisans ve %7,2'si ise yüksek lisans mezunudur.

Tablo 3.6: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Meslek Dağılımı

		Frekans	Yüzde	Geçerli Veri Yüzde	Toplam Yüzde
Geçerli veri	İşçi	200	50,0	50,0	50,0
	Memur	200	50,0	50,0	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Tokat il merkezinde yapılan bu çalışmada homojenliği sağlayabilmek için eşit sayıda işçi ve memur çalışana uygulanmıştır.

Tablo 3.7: Anketi Cevaplayan Yatırımcıların Gelir Dağılımı

		Frekans	Yüzde	Geçerli Veri Yüzde	Toplam Yüzde
Geçerli veri	0-999	51	12,8	12,8	12,8
	1000-1999	163	40,8	40,8	53,5
	2000-2999	117	29,2	29,2	82,8
	3000-üzeri	69	17,2	17,2	100,0
	Toplam	400	100,0	100,0	

Tokat ilindeki anketi cevaplayan 400 yatırımcının(memur(200) ve işçi(200)) gelir dağılımına bakıldığında %40,8' ini 1000-1999 TL aralığı oluştururken, %29,2'sini 2000-2999 TL , %17,2' sini 3000 ve üzeri , %12,8'ini 0-999 TL gelir düzeyi oluşturmaktadır.

3.3.2. Yatırım Faktörlerine Ait Bulgular

Frekans analizi ile açıklanan demografik faktörlü tablolardan sonra çalışma kısmındaki hipotezlerin incelenmesine yönelik yapılan ki-kare, anova ve t testi tablolarının incelenmesi çalışmanın bu bölümünü oluşturmaktadır.

Tablo 3.8.a: Cinsiyet ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

		Yatırım Amacı			Toplam
		Ailemi Ve Kendimi Korumak	Çocuklarının Geleceği İçin	Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin	
Kadın	Sayı	70	32	35	137
	% İçindeki Cinsiyet	51,1	23,4	25,5	100,0
	% Toplamı	17,5	8,0	8,8	34,2
Erkek	Sayı	163	44	56	263
	% İçindeki Cinsiyet	62,0	16,7	21,3	100,0
	% Toplamı	40,8	11,0	14,0	65,8
Toplam	Sayı	233	76	91	400
	% İçindeki Cinsiyet	58,2	19,0	22,8	100,0
	% Toplamı	58,2	19,0	22,8	100,0

$$\chi^2 = 4,631$$

$$P = 0,099$$

Bireylerin yatırım amacını yönlendiren faktörlerin cinsiyet açısından farklılık gösterip göstermeyeceğini belirlemek amacıyla Tablo 3.8.a.' da oluşturulmuştur.

Tablo 3.8.a. incelendiğinde, yatırım amacıyla kadınların %51,1' ailesini ve kendisini korumak için yatırım eğilimi gösterirken, %23,4 ise çocuklarının geleceği için yatırım

yapmaktadır. Erkeklerin ise %62' si ailesini ve kendisini korumaya yönelik yatırım tercihinde bulunurken, %16,2' si çocuklarının geleceği için yatırım yapma amacını oluşturmaktadır. Parasını daha iyi kullanabilmek için yatırım yapan bayanların oranı (%25,5) erkeklerin oranından (%21,3) biraz daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

Bireyleri yatırım amacına yönlendiren faktörlerin cinsiyet açısından farklı olup olmadığı istatistiksel açıdan Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasındaki farklılık istatistiksel açıdan istenilen önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.8.b: Cinsiyet ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Cinsiyet					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar arası	1,043	2	,521	2,325	,099
Gruplar içinde	89,035	397	,224		
Toplam	90,077	399			

Araştırmada anketin uygulandığı memur ve işçi kesimindeki bireysel yatırımcıların cinsiyetleri ile yatırım amacı arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.8.b.' de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi (F testi) sonucu yatırımcıların yatırım yapma amaçlarının farklı olmadığını göstermektedir. F değeri olan 2,325'e tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,099 olduğundan yatırım yapma amacı açısından gruplar arasında anlamlı farklılık yoktur. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaşları ile ailemi ve kendimi korumak seçeneği, çocuklarının geleceğini korumak seçeneği ve paramı daha iyi kullanabilmek için yatırım yapıyorum seçeneği arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Anketin uygulandığı yatırımcıların cinsiyetleri ile yatırım yapma amaçları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P = 0,099 > 0,05$ olduğundan H1 hipotezi reddedilir, H0 hipotezi kabul edilir. Burada Sig.(anlamlılık) değeri %10' da anlamlıdır. Bu nedenle H1 hipotezi %10' da anlamlı olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 3.9.a: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Ki-Kare Analizi

			Yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler					Toplam
			Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	
Meslek	İşçi	Sayısı	12	22	33	52	81	200
		Meslek dilimi %	6,0	11,0	16,5	26,0	40,5	100,0
		Toplamın % dilimi	3,0	5,5	8,2	13,0	20,2	50,0
	Memur	Sayısı	17	24	34	76	49	200
		Mesleğin dilimi %	8,5	12,0	17,0	38,0	24,5	100,0
		Toplamın % dilimi	4,2	6,0	8,5	19,0	12,2	50,0
Toplam		Sayı	29	46	67	128	130	400
		Mesleğin dilimi %	7,2	11,5	16,8	32,0	32,5	100,0
		Toplamın % dilimi	7,2	11,5	16,8	32,0	32,5	100,0

$$\chi^2 = 13,341$$

$$P = 0,010$$

Anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusuna verdikleri cevaplarda anketin uygulandığı bireysel yatırımcı olan 200 işçiden %40,5’i bu görüşe kesinlikle katılırken 200 memurdan %24,5’i bu görüşe kesinlikle katılmaktadır. “Yatırımlarımda kaybetmem kazandığımdan beni daha çok etkiler” sorusuna bireysel yatırımcı olan 200 memurdan %6,5’i bu görüşe katılmazken, işçilerde bu oran %5,5 düzeyindedir. Ankete cevap veren işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslek grupları ile “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusu arasındaki istatistikî ilişki Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.9.b: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Anova Analizi

Yatırımcıların Mesleği					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar arasında	13,341	4	3,335	3,407	,009
Gruplar içinde	386,659	395	,979		
Toplam	400,000	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslek grupları ile “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusu arasındaki anlamlı bir farklılık olup olmadığı arasındaki ilişki Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.9.b.’ de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusuna verilen cevabın meslek grupları için farklı olduğunu göstermektedir. F değeri olan 3,407’ye tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,009 olduğundan yatırım yapma amacı açısından gruplar arasında anlamlı farklılık vardır. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslekleri ile “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” cevaplar arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Anketin uygulandığı yatırımcıların meslek grupları ile “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusu arasında anlamlı bir ilişki vardır. $P=0,009 < 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir.

Tablo 3.9.c: Anketi Cevaplayanların Meslek Durumları İle “Yatırımlarımda Kaybetmem Beni Kazandığımdan Daha Çok Etkiler” Sorusunun Scheffe Testi

Yatırımcıların Mesleği Scheffe	(I) M15	(J) M15	Anlamlı Farklılık (I-J)	Standart Hata	Sig.	%95 Güvenirlilik Aralığında	
						Alt Sınır	Üst Sınır
Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum		,129	,235	,990	-,60	,85
	Kararsızım		,157	,220	,972	-,52	,84
	Katılıyorum		-,015	,203	1,000	-,64	,61
	Kesinlikle Katılıyorum		,419	,203	,376	-,21	1,05
Katılmıyorum	Kesinlikle Katılmıyorum		-,129	,235	,990	-,85	,60
	Kararsızım		,029	,189	1,000	-,56	,61
	Katılıyorum		-,144	,170	,949	-,67	,38
	Kesinlikle Katılıyorum		,290	,170	,573	-,24	,81
Kararsızım	Kesinlikle Katılmıyorum		-,157	,220	,972	-,84	,52
	Katılmıyorum		-,029	,189	1,000	-,61	,56
	Katılıyorum		-,173	,149	,855	-,63	,29
	Kesinlikle Katılıyorum		,261	,149	,545	-,20	,72
Katılıyorum	Kesinlikle Katılmıyorum		,015	,203	1,000	-,61	,64
	Katılmıyorum		,144	,170	,949	-,38	,67
	Kararsızım		,173	,149	,855	-,29	,63
	Kesinlikle Katılıyorum		,434*	,123	,016	,05	,81
Kesinlikle Katılıyorum	Kesinlikle Katılmıyorum		-,419	,203	,376	-1,05	,21
	Katılmıyorum		-,290	,170	,573	-,81	,24
	Kararsızım		-,261	,149	,545	-,72	,20
	Katılıyorum		-,434*	,123	,016	-,81	-,05

*.Anlamlı Farklılık 0,05 Düzeyinde Önemli Bulunmuştur.

Anova testinin sonuçlarına göre gruplar arasında anlamlı fark vardır ($F=3,407$, $Sig.=0,009$). Bu farkın kaynağı incelenecek olursa, Scheffe testi sonuçlarına göre, katılıyorum ile kesinlikle katılıyorum grubu arasındaki ilişkiye bakıldığında 0,016 düzeyinde anlamlı bir fark olduğu görülmektedir ($p<0,05$). Bu nedenle anketi cevaplayanların meslek durumları ile “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusu arasında da anlamlı bir farklılık olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 3.10.a: Yatırımcıların Eğitim Seviyeleri İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

		Kişilik				Toplam	
		Dikkatli	Endişeli	Duygusal	Güvenli		
Eğitim	İlkokul	Sayı	7	9	16	3	35
		% içinde eğitim	20,0	25,7	45,7	8,6	100,0
		% Toplamı	1,8	2,2	4,0	,8	8,8
	Ortaokul	Sayı	10	10	13	8	41
		% içinde eğitim	24,4	24,4	31,7	19,5	100,0
		% Toplamı	2,5	2,5	3,2	2,0	10,2
	Lise	Sayı	32	25	21	30	108
		% içinde eğitim	29,6	23,1	19,4	27,8	100,0
		% Toplamı	8,0	6,2	5,2	7,5	27,0
	Ön lisans	Sayı	23	9	16	15	63
		% içinde eğitim	36,5	14,3	25,4	23,8	100,0
		% Toplamı	5,8	2,2	4,0	3,8	15,8
	Lisans	Sayı	34	10	24	49	117
		% içinde eğitim	29,1	8,5	20,5	41,9	100,0
		% Toplamı	8,5	2,5	6,0	12,2	29,2
	Yüksek lisans	Sayı	4	7	9	9	29
		% içinde eğitim	13,8	24,1	31,0	31,0	100,0
		% Toplamı	1,0	1,8	2,2	2,2	7,2
	Doktora	Sayı	2	0	0	5	7
		% içinde eğitim	28,6	,0	,0	71,4	100,0
		% Toplamı	,5	,0	,0	1,2	1,8
	Toplam	Sayı	112	70	99	119	400
		% içinde eğitim	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0
		% Toplamı	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0

$$\chi^2 = 45,777$$

$$P = 0,000$$

Tablo 3.10.a.' da görüldüğü üzere anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcıların eğitim seviyeleri arttıkça dikkatli kişilik özelliğine sahip oldukları gözlemlenmektedir. İlkokul mezunu olan anketin uygulandığı bireysel yatırımcıların %45,7'si kendisini duygusal olarak nitelendirmekte olduğu söylenebilirken bu oran anketin uygulandığı bireysel yatırımcı lise mezunlarında %19,4 oranında olduğu gözlemlenmektedir. Doktora mezunu olan anketin uygulandığı bireysel yatırımcıların %28,6'sı kendisini dikkatli olarak tanımlarken, %71,4'ü güvenli olarak nitelendirmekte olduğu söylenebilir. Ankete cevap veren 400 bireysel yatırımcının eğitim düzeyleri ve kişilik durumu arasındaki istatistiksel ilişki Ki-

Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur($P<0.10$).

Tablo 3.10.b: Yatırımcıların Eğitim Seviyeleri İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Kişilik	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar arası	12,872	6	2,145	1,540	,164
Gruplar içinde	547,566	393	1,393		
Toplam	560,438	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların eğitim seviyeleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.10.b.’de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu “yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler” sorusuna verilen cevabın meslek grupları için farklı olmadığı görülmektedir. F değeri olan 1,540’a tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,164 olduğundan yatırımcıların kişilik özellikleri açısından gruplar arasında anlamlı farklılık yoktur. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların eğitim seviyeleri ile yatırımcıların kişilik özellikleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Anketin uygulandığı yatırımcıların eğitim seviyeleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P= 0,164>0,05$ olduğundan H_1 hipotezi reddedilir, H_0 hipotezi kabul edilir.

Tablo 3.11.a: Yatırımcıları Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişki Ki-kare Analizi

Gelir		Kişilik				Toplam
		Dikkatli	Endişeli	Duygusal	Güvenli	
0-999	Sayısı	9	10	24	8	51
	% içindeki gelir	17,6	19,6	47,1	15,7	100,0
	% toplamı	2,2	2,5	6,0	2,0	12,8
1000-1999	Sayısı	51	40	37	35	163
	% içindeki gelir	31,3	24,5	22,7	21,5	100,0
	% toplamı	12,8	10,0	9,2	8,8	40,8
2000-2999	Sayısı	32	13	23	49	117
	% içindeki gelir	27,4	11,1	19,7	41,9	100,0
	% toplamı	8,0	3,2	5,8	12,2	29,2
3000-üzeri	Sayısı	20	7	15	27	69
	% içindeki gelir	29,0	10,1	21,7	39,1	100,0
	% toplamı	5,0	1,8	3,8	6,8	17,2
Toplam	Sayısı	112	70	99	119	400
	% içindeki gelir	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0
	% toplamı	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0

$$\chi^2 = 39,214$$

$$P = 0,000$$

Yatırımcıların gelirleri ile kişilik özellikleri arasındaki ilişkiye bakıldığında 0-999TL geliri olan yatırımcıların %47,1'i duygusal olarak nitelenirken, bu oran 2000- 2999TL arasında geliri olan yatırımcıların %19,7 olduğu gözlemlenmektedir. Gelir seviyesinin artması ile yatırımcıların kendisini güvenli olarak nitelendirdikleri söylenebilir. Ankete cevap veren yatırımcıların gelir durumu ile kişilik özellikleri arasındaki istatistiki ilişki Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.11.b: Yatırımcıları Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	14,018	3	4,673	3,386	,018
Gruplar İçinde	546,420	396	1,380		
Toplam	560,438	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların gelir grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.11.b.' de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu kişilik özellikleri meslek grupları için farklı olduğunu göstermektedir. F değeri olan 3,386'ya

teKabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,018 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların kişilikleri açısından gruplar arasında anlamlı farklılık vardır. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların gelir düzeyleri ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Anketin uygulandığı yatırımcıların gelir grupları ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. $P= 0,018 < 0,05$ olduğundan H1 hipotezi kabul edilir, H0 hipotezi reddedilir.

Tablo 3.11.c: Yatırımcıların Gelir Grupları İle Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Scheffe Analizi

Kişilik Scheffe	(I) Gelir Düzeyi	(J) Gelir Düzeyi	Ortalama Farklılık (I-J)	Std. Hata	Sig.	%95 Güvenilirlik Aralığı	
						Alt Sınır	Üst Sınır
0-999	1000-1999		,264	,188	,580	-,26	,79
	2000-2999		-,153	,197	,896	-,71	,40
	3000-Üzeri		-,102	,217	,974	-,71	,51
1000-1999	0-999		-,264	,188	,580	-,79	,26
	2000-2999		-,417*	,142	,037	-,82	-,02
	3000-Üzeri		-,367	,169	,195	-,84	,11
2000-2999	0-999		,153	,197	,896	-,40	,71
	1000-1999		,417*	,142	,037	,02	,82
	3000-Üzeri		,051	,178	,994	-,45	,55
3000-Üzeri	0-999		,102	,217	,974	-,51	,71
	1000-1999		,367	,169	,195	-,11	,84
	2000-2999		-,051	,178	,994	-,55	,45

Anlamlı Farklılık 0,05 Düzeyinde Önemli Bulunmuştur.

Anova testinin sonuçlarına göre gruplar arasında anlamlı fark vardır ($F=3,386$, $Sig.=0,018$). Bu farkın kaynağı incelenecek olursa, Scheffe testi sonuçlarına göre, 1000-1999TL arası ile 2000-2999TL grubu arasına bakıldığında 0,037 düzeyinde bir anlamlı fark olduğu görülmektedir ($p < 0,05$). Bu nedenle kişilik düzeyleri ile gelir düzeyleri arasında da anlamlı bir farklılık olduğu söylenebilir.

Tablo 3.12.a: Cinsiyet ve Risk Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

			Risk		Toplam
			Evet	Hayır	
Cinsiyet	Kadın	Sayısı	17	120	137
		% İçindeki Cinsiyet	12,4	87,6	100,0
		% Toplamı	4,2	30,0	34,2
	Erkek	Sayısı	51	212	263
		% İçindeki Cinsiyet	19,4	80,6	100,0
		% Toplamı	12,8	53,0	65,8
Toplam	Sayısı	68	332	400	
	% İçindeki Cinsiyet	17,0	83,0	100,0	
	% Toplamı	17,0	83,0	100,0	

$$\chi^2 = 3,113$$

$$P = 0,078$$

Yatırımcıların yatırım yaparken risk alıp almama eğilimlerini gösteren Tablo 3.12.a.'da, kadınların %12,4'ü risk alma eğiliminde olurken, erkeklerde bu oran %19,4'tür. Kadınların %87,6'sı riskten kaçınırken, erkeklerde riskten kaçınma oranı %80,6'dır. Hemen hemen cinsiyet bazında riskten kaçınma veya riski tercih etme yüzdelerinin yakın olduğu gözlemlenmektedir.

Yatırımcıların risk alma eğilimi gösterip göstermediklerini cinsiyet bazında ele alınıp istatistiksel açıdan Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasındaki farklılık istatistiksel açıdan istenilen önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur. ($P < 0.10$)

Tablo 3.12.b: Cinsiyet ve Risk Arasındaki İlişkinin Bağımsız Örneklem T Testi Analizi

		Varyansların Eşitliği Levene Testi		Ortalamaların Eşitliği İçin T Testi						
		F	Sig.	T	Serbestlik Derecesi	Sig. (2-Tailed)	Ortalama Farklılık	Standart Hata	%95 Güvenilirlik Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
Riskli Girmeyi Tercih Etme Veya Etmeme Durumu	Varyansların Eşit Olduğu Varsayımı	13,652	,000	1,767	398	,078	,070	,040	-,008	,148
	Varyansların Eşit Olmadığı Varsayımı			1,869	321,765	,063	,070	,037	-,004	,143

Tablo 3.12.b’de anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların riske girip girmeme açısından kadınlar ile erkekler arasında bir farkın olup olmadığı görülmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere (%5 anlamlılık düzeyi kabul edildiğinde) Levene testi anlamlılık düzeyi Sig. (0,000) 0,05 kritik değerinin çok altında olduğundan, bu iki grubun varyanslarının farklı olduğu kanaatine varılmakta, farklı varyansların olması durumunda dikkate alınacak olan “Varyansların Eşit Olmadığı Varsayımı” yazan satırdaki t (1,869) değerine bakılır. Bu değere karşılık gelen anlamlılık düzeyi olan “Sig. (2-tailed)” değerine bakılır. T değerine karşılık gelen anlamlılık düzeyi 0,063 olup, bu da kritik değer olan 0,05’ten büyük olduğu için kadınlarla erkekler arasında riske girip girmeme açısından anlamlı farkın olmadığı sonucuna varılmaktadır. H_1 hipotezi reddedilir, H_0 kabul edilir.

Tablo 3.13.a: Yatırımcıların Gelir Düzeyleri İle Yatırımlarını Takip Etme Düzeyleri Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

		Takip							Toplam
		Her Gün	Haftada Bir	Sık Sık	Ayda Bir Kez	Düzenli Olarak	Diğer		
Gelir	0-999	Sayısı	2	1	3	13	27	5	51
		% İçindeki Gelir	3,9	2,0	5,9	25,5	52,9	9,8	100,0
		% Toplamı	,5	,2	,8	3,2	6,8	1,2	12,8
	1000-1999	Sayısı	4	12	19	38	75	15	163
		% İçindeki Gelir	2,5	7,4	11,7	23,3	46,0	9,2	100,0
		% Toplamı	1,0	3,0	4,8	9,5	18,8	3,8	40,8
	2000-2999	Sayısı	7	5	10	25	44	26	117
		% İçindeki Gelir	6,0	4,3	8,5	21,4	37,6	22,2	100,0
		% Toplamı	1,8	1,2	2,5	6,2	11,0	6,5	29,2
	3000-Üzeri	Sayısı	5	6	8	15	20	15	69
		% İçindeki Gelir	7,2	8,7	11,6	21,7	29,0	21,7	100,0
		% Toplamı	1,2	1,5	2,0	3,8	5,0	3,8	17,2
Toplam	Sayısı	18	24	40	91	166	61	400	
	% İçindeki Gelir	4,5	6,0	10,0	22,8	41,5	15,2	100,0	
	% Toplamı	4,5	6,0	10,0	22,8	41,5	15,2	100,0	

$$\chi^2 = 24,620$$

$$P = 0,055$$

Anketin uygulandığı yatırımcıların gelir durumları ile yatırımlarını takip etme düzeyleri arasındaki ilişkiye bakıldığında, “diğer” seçeneğinde 2000-2999 TL arasında geliri olan yatırımcılar %22,2 oranında gözlenirken bu oran 0-999 TL arasında geliri bulunan yatırımcılar için %9,8 olduğu gözlemlenmektedir. En fazla yüzdeler oranına sahip seçenek “düzenli olarak takip ediyorum” seçeneği olurken, diğer seçeneklerin yüzdeler oranları arasındaki farkın fazla olmadığı gözlemlenmiştir. Ankete cevap veren yatırımcıların gelir durumu ile yatırımlarını takip etme düzeyleri arasındaki istatistiksel ilişki Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.13.b: Yatırımcıların Gelir Düzeyleri İle Yatırımlarını Takip Etme Düzeyleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Yatırımlarını Takip Etme Düzeyiniz					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	4,418	3	1,473	,897	,443
Gruplar İçinde	650,292	396	1,642		
Toplam	654,710	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların gelir düzeyleri ile yatırımlarını takip etme sıklıkları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.13.b.’de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu kişilik özellikleri ile meslek grupları için arasında anlamlı bir farklılık görülmemektedir. F değeri olan 0,897’ye tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,443 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yatırımlarını takip etme sıklıkları açısından gruplar arasında anlamlı farklılık yoktur. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların gelir düzeyleri ile yatırımlarını takip etme sıklıkları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P = 0,443 > 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi reddedilir, H_0 hipotezi kabul edilir.

Tablo 3.14.a: Yatırımcıların Yaş Grupları ve Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

			Kişilik				
			Dikkatli	Endişeli	Duygusal	Güvenilir	Toplam
Yaş	20-29	Sayı	22	10	19	26	77
		% İçindeki Yaş	28,6	13,0	24,7	33,8	100,0
		% Toplamı	5,5	2,5	4,8	6,5	19,2
	30-39	Sayı	48	38	54	39	179
		% İçindeki Yaş	26,8	21,2	30,2	21,8	100,0
		% Toplam	12,0	9,5	13,5	9,8	44,8
	40-49	Sayı	27	19	19	31	96
		% İçindeki Yaş	28,1	19,8	19,8	32,3	100,0
		% Toplamı	6,8	4,8	4,8	7,8	24,0
	50-59	Sayı	13	3	7	15	38
		% İçindeki Yaş	34,2	7,9	18,4	39,5	100,0
		Yüzdenin Toplamı	3,2	,8	1,8	3,8	9,5
	60-Üzeri	Sayı	2	0	0	8	10
		% İçindeki Yaş	20,0	,0	,0	80,0	100,0
		% Toplamı	,5	,0	,0	2,0	2,5
	Toplam	Sayı	112	70	99	119	400
		% İçindeki Yaş	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0
		% Toplamı	28,0%	17,5%	24,8%	29,8%	100,0%

$$\chi^2 = 27,513$$

$$P = 0,007$$

Tablo 3.14.a.'dan da anlaşılacağı gibi 60 ve üzeri yaş grubunun %80'ni kendilerini güvenilir tanımlarken %20'sinin ise kendilerini güvenli olarak tanımladığı görülmektedir. 30-39 yaş grubu arasındaki yatırımcıların %30,2'sinin duygusal olarak tanımlandığı görülmektedir. Yaş ile kişilik arasındaki ilişkide endişeli olarak tanımlanan yaş gruplarını yüzdeler dilimleri düşük olduğu söylenebilir.

Yatırımcıların yaş grupları ile yaptıkları yatırım sayısı arasındaki istatistiki ilişki Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.14.b: Yatırımcıların Yaş Grupları ve Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Kişilik					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	9,171	4	2,293	1,643	,163
Gruplar İçinde	551,266	395	1,396		
Toplam	560,437	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaş grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.14.b.' de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu yaş grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olmadığı görülmektedir. F değeri olan 1,643'e tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,163 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların kişilik özellikleri açısından gruplar arasında anlamlı farklılık yoktur. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaş grupları ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Anketin uygulandığı yatırımcıların yaş grupları ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P=0,163>0,05$ olduğundan H_1 hipotezi reddedilir, H_0 hipotezi kabul edilir.

Tablo 3.15.a: Yaş ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

		Yatırım Amacı			Toplam	
		Ailemi Ve Kendimi Korumak	Çocuklarımın Geleceği İçin	Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin		
Yaş	20-29	Sayı	41	7	29	77
		% İçindeki Yaş	53,2	9,1	37,7	100,0
		% Toplamı	10,2	1,8	7,2	19,2
	30-39	Sayı	115	29	35	179
		% İçindeki Yaş	64,2	16,2	19,6	100,0
		% Toplamı	28,8	7,2	8,8	44,8
	40-49	Sayı	50	26	20	96
		% İçindeki Yaş	52,1	27,1	20,8	100,0
		% Toplamı	12,5	6,5	5,0	24,0
	50-59	Sayı	19	14	5	38
		% İçindeki Yaş	50,0	36,8	13,2	100,0
		% Toplamı	4,8	3,5	1,2	9,5
	60-Üzeri	Sayı	8	0	2	10
		% İçindeki Yaş	80,0	,0	20,0	100,0
		% Toplamı	2,0	,0	,5	2,5
Toplam	Sayı	233	76	91	400	
	% İçindeki Yaş	58,2	19,0	22,8	100,0	
	% Toplamı	58,2	19,0	22,8	100,0	

$$\chi^2 = 29,660$$

$$P = 0,000$$

Yatırımcıların yaş aralığına göre yatırım amacına baktığımızda, 60 ve üzeri yaşındaki grubun çocuklarının geleceği için yatırım yapmadığını görmekteyiz. Ailelerini ve kendilerini korumak için yatırım yapma tercihi her yaş düzeyinde en yüksek yüzdede olmaktadır. 50-59 yaş grubu arasındaki bireylerin parasını daha iyi kullanabilmek için yatırım yapma düzeyi %13,2'ler de seyretmekte iken bu oran 20-29 yaş arasında %37,7' ye tekabül etmektedir.

Yatırımcıların yaş ve yatırım amacı arasındaki ilişkide fark olup olmadığını istatistiksel açıdan Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.15.b: Yaş ve Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Yatırım Yapma Amacı					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	5,347	4	1,337	1,969	,099
Gruplar İçindeki	268,243	395	,679		
Toplam	273,590	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaşları ile yatırım amacı arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.15.b.' de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu kişilik özellikleri ve yaş grupları arasında anlamlı bir farklılık olmadığı görülmektedir. F değeri olan 1,969'a tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,099 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaşları ile yatırım amaçları açısından gruplar arasında anlamlı farklılık yoktur. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yaş aralıkları ile yatırım yapma amaçları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P = 0,099 > 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi reddedilir, H_0 hipotezi kabul edilir. Analiz sonucunda yaş ve yatırım amacı arasında %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. H_0 hipotezi reddedilerek ve H_1 önermesi % 10 sig. değerinde kabul edilecektir.

Tablo 3.16.a: Anketin Uygulandığı İşçi Ve Memur Kesimindeki Bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu İle Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

		Yatırım Amacı			Toplam	
		Ailemi Ve Kendimi Korumak	Çocuklarının Geleceği İçin	Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin		
Medeni	Evli	Sayı	198	73	53	324
		Medeni Durum İçindeki %	61,1	22,5	16,4	100,0
		Toplamın %	49,5	18,2	13,2	81,0
	Bekar	Sayısı	35	3	38	76
		Medeni Durum İçindeki %	46,1	3,9	50,0	100,0
		Toplamın %	8,8	,8	9,5	19,0
Toplam		Sayı	233	76	91	400
		Medeni Durum İçindeki %	58,2	19,0	22,8	100,0
		Toplamın %	58,2	19,0	22,8	100,0

$$\chi^2 = 44,211$$

$$P = 0,000$$

Medeni durum ile yatırım yapma amacı arasındaki ilişkiye bakıldığında evli yatırımcıların yüzdelik diliminin %49,5'i ailesini ve kendisini korumak için yatırım yaptığı söylenebilirken, çocuklarının geleceği için yatırım yapanların oranı %22,5 düzeyinde olduğu söylenebilir. Medeni durumu bekar olan yatırımcılara baktığımızda evli olan yatırımcıların aksine %50'lik bir kesim parasını daha iyi kullanabilmek için yatırım yaptığını söylerken ve benzer paralelde %46,1'lik bir kesim ailesini ve kendisini korumak için yatırım yapmayı tercih etmektedir. Çocuklarının geleceği için yatırım yapma tercihinde ise bekarlarda bu oran %3,9'luk dilimi oluşturmaktadır. Yatırımcıların medeni durumları ile yaptıkları yatırım amacı arasındaki istatistiki ilişki Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

Tablo 3.16.b: Anketin Uygulandığı İşçi ve Memur Kesimindeki Bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu İle Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Medeni Durum					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Karelerinin Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	6,804	2	3,402	24,666	,000
Gruplar İçindeki	54,756	397	,138		
Toplam	61,560	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların medeni durumları ile yatırımcıların yatırım yapma amacı arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.16.b.' de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu bireysel işçi ve memur kesimindeki yatırımcıların meslek gruplarının medeni durum için farklı olduğunu göstermektedir. F değeri olan 24,666'ya tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,000 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların yatırım yapma amacı açısından gruplar arasında anlamlı farklılık vardır. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslekleri ile yatırım yapma amaçları arasında anlamlı bir ilişki vardır. $P= 0,000 < 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir.

Tablo 3.16.c: Anketin Uygulandığı İşçi Ve Memur Kesimindeki Bireysel Yatırımcıların Medeni Durumu İle Yatırım Amacı Arasındaki İlişkinin Scheffe Testi

Medeni Durum Scheffe						
(I) Yatırım Yapma Amacı	(J) Yatırım Yapma Amacı	Ortalamalar Arasındaki Fark(I-J)	Standart Hata	Sig.	95% Güvenilirlik aralığı	
					Alt Sınır	Üst Sınır
Ailemi Ve Kendimi Korumak	Çocuklarımın Geleceği İçin	,111	,049	,080	,00	,23
	Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin	-,267*	,046	,000	-,38	-,15
Çocuklarımın Geleceği İçin	Ailemi Ve Kendimi Korumak	-,111	,049	,080	-,23	,01
	Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin	-,378*	,058	,000	-,52	-,24
Paramı Daha İyi Kullanabilmek İçin	Ailemi Ve Kendimi Korumak	,267*	,046	,000	,15	,38
	Çocuklarımın Geleceği İçin	,378*	,058	,000	,24	,52

*. Anlamlı Farklılık 0,05 Düzeyinde Önemli Düzeyindedir.

Anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların medeni durumu ile yatırımcıların yatırım amaçları arasında değişim olup olmayacağı seçeneği arasında $p= 0,000 < 0,050$ olduğundan anlamlı bir farklılık olduğu görülmüştür. Bu farklılığı Scheffe Analizi ile Tablo 3.16.c.'den bakılacak olursa; ailemi ve kendimi koruma seçeneği ile paramı daha iyi kullanabilmek seçeneği arasında 0,000 düzeyinde anlamlı bir fark olduğu verilerden söylenebilir ($p < 0,05$). Ailemi ve kendimi korumak- çocuklarımın geleceği için

yatırım yapma arasında %10 düzeyinde anlamlı, ailemi ve kendimi korumak ile paramı daha iyi kullanabilmek arasında %1’de anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer verilerdeki anlamlılık düzeyleri tablodan gözlemlenebilir. Bu nedenle medeni durum ile yatırım amaçları arasında anlamlı farklılık olduğu verilere bakarak söylenilebilir. Çocuklarımın geleceği ve paramı daha iyi kullanabilmek için arasında 0,000 düzeyinde, paramı daha iyi kullanabilmek için ile ailemi ve kendimi korumak için ve çocuklarımın geleceği için seçeneği arasında da 0,000 düzeyinde anlamlı farklılık vardır($p<0,05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların medeni durumu ile yatırım amaçları arasında anlamlı bir farklılık olduğu söylenebilir.

Tablo 3.17.a: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişki

			Kişilik				Toplam
			Dikkatli	Endişeli	Duygusal	Güvenilir	
Meslek	İşçi	Sayısı	57	49	59	35	200
		% İçindeki Meslek	28,5	24,5	29,5	17,5	100,0
		% Toplamı	14,2	12,2	14,8	8,8	50,0
	Memur	Sayısı	55	21	40	84	200
		% İçindeki Meslek	27,5	10,5	20,0	42,0	100,0
		% Toplamı	13,8	5,2	10,0	21,0	50,0
Toplam	Sayısı	112	70	99	119	400	
	% İçindeki Meslek	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0	
	% Toplamı	28,0	17,5	24,8	29,8	100,0	

$$\chi^2 = 35,059$$

$$P = 0,000$$

Meslek grupları ile yatırımcıların kişilikleri arasındaki ilişkiye baktığımızda anketin uygulandığı memur çalışanların %42’si kendisini güvenilir olarak nitelendirdiği söylenebilirken işçilerin %17,5’i güvenilir olarak nitelendirdiği gözlemlenebilir. Dikkatli kişilik özelliği her iki çalışan grubunda yüzdelik dilimleri yakın olduğu gözlemlenmektedir. İşçilerin %24,5’i kendisini endişeli olarak nitelendirirken bu oran memur çalışanlarında %10,5 düzeylerinde olduğu gözlemlenebilir. İşçilerin %29,5’i kendisini duygusal olarak nitelendirirken memurların %20’si kendisini duygusal kişilik özelliğine sahip olarak nitelendirdiği Tablo 3.17.a.’da gözlemlenebilir. Ankete cevap veren yatırımcıların meslek grupları ve kişilik özellikleri arasındaki ilişki istatistiki olarak Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P<0.10$).

Tablo 3.17.b: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Anova Analizi

Yatırımcıların Mesleği					
	Alanlar Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Gruplar Arası	35,059	3	11,686	12,681	,000
Gruplar İçinde	364,941	396	,922		
Toplam	400,000	399			

Araştırmada anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslek grupları ile yatırımcıların kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.17.b.'de görülmektedir. Buna göre, ANOVA testi sonucu bireysel işçi ve memur kesimindeki yatırımcıların meslek gruplarının kişilik özelliklerinin için farklı olduğunu göstermektedir. F değeri olan 12,681'e tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,000 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların kişilik özellikleri açısından gruplar arasında anlamlı farklılık vardır. Yani anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslekleri ve kişilik özellikleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. $P= 0,000 < 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir. Burada Sig.(anlamlılık) değeri %100' oranında anlamlıdır.

Meslek grupları ile kişilik özellikleri arasındaki anlamlı ilişkiye Tablo 3.17.c.'deki Scheffe Testi ile bakıldığında :

Tablo 3.17.c: Yatırımcıların Meslek Grupları ile Yatırımcıların Kişilik Özellikleri Arasındaki İlişkinin Scheffe Testi

Yatırımcıların Mesleği Scheffe						
(I) Kişilik	(J) Kişilik	Ortalama Farklılık (I-J)	Standart Hata	Sig.	%95 Güvenilirlik Aralığı	
					Alt Sınır	Üst Sınır
Dikkatli	Endişeli	,382	,146	,079	-,03	,79
	Duygusal	,174	,132	,631	-,20	,55
	Güvenli	-,430*	,126	,010	-,78	-,07
Endişeli	Dikkatli	-,382	,146	,079	-,79	,03
	Duygusal	-,208	,150	,588	-,63	,21
	Güvenli	-,812*	,145	,000	-1,22	-,41
Duygusal	Dikkatli	-,174	,132	,631	-,55	,20
	Endişeli	,208	,150	,588	-,21	,63
	Güvenli	-,604*	,131	,000	-,97	-,24
Güvenli	Dikkatli	,430*	,126	,010	,07	,78
	Endişeli	,812*	,145	,000	,41	1,22
	Duygusal	,604*	,131	,000	,24	,97

*. Anlamli Farklılık 0,05 Düzeyinde Önemli Düzeyindedir.

Anketin uygulandığı işçi ve memur kesimindeki bireysel yatırımcıların meslek grupları ile kişilik özellikleri arasında $p= 0,000 < 0,050$ olduğundan anlamlı bir farklılık olduğu görülebilir. Bu farklılığı Scheffe Analizi ile Tablo 3.17.c.'den bakılırsa; dikkatli kişilik özelliği ile güvenli kişilik özelliği arasında 0,010 düzeyinde anlamlı bir fark olduğu verilerden söylenebilir ($p < 0,05$). Dikkatli ile endişeli arasında %10' da anlamlı, dikkatli-güvenli arasında %5'te anlamlı ve endişeli ile güvenli arasında da %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer anlamlılık düzeyleri tablodan gözlemlenmektedir. Benzer anlamlı farklılık ilişkisi endişeli-güvenli, duygusal-güvenli, güvenli-dikkatli, güvenli-endişeli ve güvenli-duygusal kişilik özellikleri arasında da vardır. Bu nedenle yaş grupları ile kişilik özellikleri arasında anlamlı farklılık olduğu verilere bakarak söylenebilir.

SONUÇ

Geleneksel anlamda, ekonomi ve finans bilimi bireyleri kendi çıkarları peşinde koşan rasyonel insan olarak tanımlar ve insanların yaptıkları hatalardan kaçınma, aynı hatayı yapmama eğilimi göstereceğini varsaymaktadır. Bu nedenle ekonomi ve finans alanlarında bazı teori ve modeller hipotezi kurulmuştur. Bundan farklı olarak ortaya çıkan davranışsal finans olgusu psikolojiyi kendine temel alan bir çalışma alanı oluşturmuştur. 1974 yılında Kahneman ve Tversky finans ve psikolojinin ortak konusunu oluşturan davranışsal finans çalışma alanının literatüre girmesine olanak kılmıştır. Buradaki temel amaç klasik ekonomi ve finans' a karşın insanların aslında hatalarını tekrarladıkları, rasyonel olmadıkları ve bunların sonuçları ile karşılaşp kendi çıkarları peşinde koşmadıklarını birçok deney ve çalışmalarla literatürde yerini almıştır. Bu nedenle yatırımcıların rasyonel davranmadıkları finans piyasasında bu durumun önemli bir yeri vardır. Yatırımcıların sergilemiş oldukları bu davranış biçiminin davranışsal finans aracılığıyla anlaşılması ve gereken önlemlerin alınması genel piyasanın daha etkin işlemesine neden olacaktır. Bu bağlamda bizimde yaptığımız çalışma amacımız Tokat il merkezinde ikamet eden memur ve işçi çalışanlarının davranışsal finans alanı kapsamında yatırım yaparken yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin ilişkisini açıklayan bir araştırma ortaya koyarak literatüre katkı sağlamaktır.

Bireyler için uygun bir yatırım politikasının belirlenebilmesi için bireysel yatırımcının yatırım yapma amacının, riske girme durumunun, gelirinin, yaşının ve mesleğinin bilinmesinin önemli bir yeri vardır. Yatırımcının risk karşısındaki tutumunu ifade eden finansal risk toleransı ile cinsiyeti, eğitim durumu, mesleği, kişilik özelliği, geliri gibi faktörlerin bireyin yatırım davranışı üzerinde önemli bir etkisi vardır. Sırası ile kurduğumuz on hipotezin genel açıklaması aşağıdaki gibi özetlenebilir:

1. Tokat ilindeki bireysel işçi ve memur yatırımcıları üzerine uyguladığımız anket çalışmamızda, cinsiyete ile yatırım amacı ilişkisine baktığımızda kadın ve erkeklerin her ikisinin de ailesini ve kendisini korumaya yönelik bir yatırım tercihinde bulunduğu gözlemlenmektedir. Anova analizine göre yaptığımız gruplar arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığına baktığımızda $P = 0,099 > 0,05$ olduğu için gruplar arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını söyleyebiliriz.

2. Bireysel yatırımcıların meslek grupları ile yatırımcıların kaybetme durumunun, yatırımlarından kazandığı durumdan psikolojik olarak daha çok etkilenip etkilenmediği meslek gruplarına göre Ki-Kare analizi ile baktığımızda, anketin uygulandığı işçi kesiminin %40,5'i memur kesiminin ise %24,5' inin kayıptan etkileneceğini Tablo 3.9.a.' da görülmektedir. Burada eğitim seviyesi arttıkça yatırımlarımızdaki herhangi bir kayıptan daha az etkilenme ihtimali olduğu söylenebilir. Gruplar arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığına Oneway ANOVA ile baktığımızda gruplar arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu görmekteyiz ($P=0,009<0,05$). Shiffer Testi ile hangi gruplar arasında anlamlı ilişkinin olduğuna baktığımızda katılıyorum ile kesinlikle katılıyorum likert ölçekli soruda 0,016 düzeyinde bir anlamlı fark olduğunu görmekteyiz.
3. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının eğitim seviyeleri ile kişilik özellikleri arasındaki ilişkiye Ki-Kare analizi ile baktığımızda bireysel yatırımcıların eğitim düzeyleri arttıkça dikkatli kişilik özelliğine sahip olduklarını söylenebilir. Oneway ANOVA ile anketin uygulandığı bireysel yatırımcıların eğitim düzeyleri ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı görülmektedir ($P=0,164>0,05$).
4. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının gelir grupları ile kişilik özellikleri arasındaki ilişkiye Ki-Kare analizi ile bakıldığında gelir seviyesinin artması ile yatırımcılarımızın kendisini güvenli olarak nitelendirdiklerini söylenebilir ($P<0,10$). Gruplar arasında anlamlı farklılık olup olmadığına Oneway ANOVA Analizi ile bakıldığında anketin uygulandığı işçi ve memur olan bireysel yatırımcılarının gelir düzeyleri ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur ($P=0,018<0,05$). Anova testinin sonuçlarına göre gruplar arasında anlamlı fark vardır ($F=3,386$, $Sig.=0,018$). Bu farkın kaynağı incelenecek olursa, Scheffe testi sonuçlarına göre, 1000-1999TL arası ile 2000-2999TL grubu arasında baktığımızda 0,037 düzeyinde bir anlamlı fark olduğunu görmekteyiz ($p<0,05$). Bu nedenle kişilik düzeyleri ile gelir düzeyleri arasında da anlamlı bir farklılık olduğunu söylenilebilir.
5. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının cinsiyetleri ile risk alıp almama arasındaki ilişkiye Ki-Kare analizi ile bakıldığında, bayanların %12,4'ü risk alma eğilimde olurken erkeklerde bu oran %19,4 düzeyinde seyrettiği

gözlemlenmektedir. Bireysel yatırımcıların risk alma eğilimi gösterip göstermediklerini cinsiyet bazında ele alınıp istatistiksel açıdan Ki-Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasındaki farklılık istatistiksel açıdan istenilen önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$).

6. Ankete cevap veren bireysel işçi ve memur olan yatırımcıların gelir durumu ile yatırımlarını takip etme düzeyleri arasındaki istatistiksel ilişki Ki- Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$). Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.13.b' de (F testi) kişilik özellikleri meslek grupları için farklı olmadığını göstermektedir. F değeri olan 0,897'ye tekabül eden anlamlılık düzeyi (Sig.) 0,443 olduğundan anketin uygulandığı işçi ve memur bireysel yatırımcılarının yatırımlarını takip etme sıklıkları açısından gruplar arasında anlamlı farklılık olmadığı gözlemlenmektedir.
7. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının yatırımcıların yaş grupları ve kişilikleri arasındaki ilişkinin Ki- Kare Analizi Tablo 3.14.a' e baktığımızda 60 ve üzeri yaş grubunda olan yatırımcıların kendilerini endişeli ve duygusal olmadığını görmekteyiz. Yaş ile kişilik arasındaki ilişkide endişeli olarak tanımlanan yaş gruplarını yüzdeler dilimleri düşük olduğu söylenebilir. Yatırımcıların yaş grupları ile yaptıkları yatırım sayısı arasındaki istatistiksel ilişki Ki- Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$). ANOVA testi sonucu Tablo 15.1.b' de anketin uygulandığı yatırımcıların yaş grupları ile kişilikleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P = 0,163 > 0,05$
8. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının medeni durum ile yatırım yapma amacı arasındaki ilişkiye ki-kare analizi ile baktığımızda anketin uygulandığı evli yatırımcılar ile bekar yatırımcıların yatırım yapma amaçlarının farklı olduğu Tablo 3.16.a' da görülmektedir. Yatırımcıların medeni durumları ile yaptıkları yatırım amacı arasındaki istatistiksel ilişki Ki- Kare analizi ile tespit edilmiş ve gruplar arasında farklılık önemli bir düzeyde anlamlı bulunmuştur ($P < 0.10$). Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 17.1.b.' de anketin uygulandığı işçi ve memur olan bireysel yatırımcılarının meslekleri ile yatırım yapma amaçları arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($P = 0,000 < 0,05$). Bu farklılığı Scheffe Analizi ile Tablo Çocuklarının geleceği için ve paramı daha iyi kullanabilmek için arasında 0,000 düzeyinde, paramı daha iyi kullanabilmek için ile ailemi ve kendimi korumak için ve

çocuklarının geleceği için seçeneği arasında da 0,000 düzeyinde anlamlı farklılık vardır ($p < 0,05$).

9. Anketin uygulandığı bireysel işçi ve memur yatırımcılarının meslek grupları ile yatırımcıların kişilikleri arasındaki ilişki anketin uygulandığı memur çalışanların %42'si kendisini güvenli olarak nitelendirdiği söylenebilirken işçilerin %17,5' i güvenli olarak nitelendirdiği gözlemlenebilir. İşçi ve memur bireysel yatırımcılarının meslek grupları ile yatırımcıların kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı arasındaki ilişki Oneway ANOVA testi sonucu Tablo 3.17.b' de anlamlı bir ilişki olduğu $P = 0,000 < 0,05$ görülmektedir. Scheffe Testi ile Tablo 3.17.c' den bakarsak; dikkatli kişilik özelliği ile güvenli kişilik özelliği arasında 0,010 düzeyinde anlamlı bir fark olduğunu verilerden söylenilebilir.
10. Yatırımcıların yaş aralığına göre yatırım amacına Tablo 3.15.a' da baktığımızda, 60 ve üzeri yaşındaki grubun çocuklarının geleceği için yatırım yapmadığını görmekteyiz. Ailelerini ve kendilerini korumak için yatırım yapma tercihi her yaş düzeyinde en yüksek yüzdeyi almakta olduğu gözlemlenmektedir. 50-59 yaş grubu arasındaki bireylerin parasını daha iyi kullanabilmek için yatırım düzeyi %13,2'ler de seyretmekte iken bu yüzde 20-29 yaş arasında %37,7' ye tekabül ettiği gözlemlenmektedir. Tablo 3.15.b.'de anketin uygulandığı işçi ve memur olan bireysel yatırımcılarının yaş aralıkları ile yatırım yapma amaçları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. $P = 0,099 > 0,05$ olduğundan H_1 hipotezi reddedilir, H_0 hipotezi kabul edilir.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Anlara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Ö. (2011). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıyol Basım Yayın.
- Akmüt, Ö. (1989). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara,
- Akyıldız, H. (2006). Freud'çu, Liberal ve Marksist Kişilik Kuramlarının Türevi Olarak Toplum, İktisat ve Siyaset Teorileri, *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(11): 1-23
- Allen, W. D. ve Evans, D. A. (2005). Bidding and Overconfidence in Experimental Financial Markets. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 108-120.
- Anbar, A. ve Eker, M. (2012). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(9), 129-150.
- Ateş, A. (2007). Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma.(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Konya: *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Aydın, N. Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Anatolia Akademik Yayıncılık.
- Aydoğan, E. (2013). Zıtlık Yatırım Stratejisinin Davranışsal Finans Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi –Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Bursa: *Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Barak, O. (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*. Ankara: Baran Ofset.
- Barberis, N. Shleifer, A. ve Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Barberis, N., ve Thaler, R. (2003). *A Survey Of Behavioral Finance*. USA : Princeton University Press.
- Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009). *Finans Teori Kurum Uygulama*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Bayar, Y. ve Kılıç, C. (2012). Küresel Finansal Krizin Davranışsal Finans Perspektifinden Değerlendirilmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(2), 177-195.
- Berk, N. (1998). *Finansal Yönetim*. Ankara: Türkmen Kitabevi.

- Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Türkmen Kitabevi.
- Bikhchandani, S. ve Sharma, S. (2000). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers*, 279-310.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. ve Welch, I. (1998). Learning from The Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. *The Journal of Economic Perspectives*, 151-170.
- Borensztein, E. ve Gelos, G. (2001). A Panic-Prone Pack? The Behavior Of Emerging Market Mutual Funds. *IMF Working Paper 00/198 (Washington: International Monetary Fund) 2-36*
- Böyükaslan, A. (2012). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar*.
- Ceylan, A. (1993). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2012). *Uygulamalı Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chang, E. C., Cheng, J. W. ve Khorana, A. (2000). An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective. *Journal of Banking & Finance*, 24(10), 1651-1679.
- Charoenrook, A. ve Conrad, J. S. (2005). Identifying Risk-Based Factors. *In AFA 2006 Boston Meetings Paper*.1-45.
- Cipriano, M. ve Gruca, T. S. (2014). The Power of Priors: How Confirmation Bias Impacts Market Prices. *The Journal of Prediction Markets*, 8(3), 34-56.
- Cornicello, G. (2004). Behavioral Finance and Speculative Bubble.(Unpublished Master Dissertation). *Milano: Economia Corso Di Laurea in Economia Delle Istituzioni E Dei Mercati Finanziar*.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2009). *Mali Tablolar Analizi*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Çalık, Ü. ve Gökhan, D. (2009). İktisat ve Psikoloji. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*. Celalabat – Kırgızistan: *Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Çelen, B. ve Kariv, S. (2004). Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in The Laboratory. *American Economic Review*, 484-498.
- Dağ, Z. B. (2008). Davranışsal Finans (Behavioral Finance).(Yayınlanmamış Tezsiz Yüksek Lisans Programı). Ankara: Ankara Üniversitesi. *Sosyal Bilimler Enstitüsü*

- Deniz, A. ve Erciş, A. (2008). Kişilik Özellikleri İle Algılanan Risk Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2).
- De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H. ve Staikouras, S. K. (2008). Behavioral Finance, Quo Vadis?. *Journal of Applied Finance*, 18(2), 7-21.
- Demir, Y., Öztürk, E. ve Albeni, M. (2007). Türkiye'de Finansal Piyasalar İle Ekonomik Büyüme İlişkisi, *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (13), 438.
- Durmuş, S. (2010). Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar (Approaches to Explain The Financial Crises). *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5, 31-46.
- Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans Ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Ergün, B. (2009). *Piyasa Anomalileri Ve Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB'de Araştırılması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Adana Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Erişmiş, A. (2007). *İMKB Şirketleri için Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992-2005 Döneminde İncelenmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Adana Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Ertan, Y. (2007). *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi'nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Eser, R. ve Toıgonbaeva, D. (2011). Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak Davranışsal İktisat. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 6 (1), 287-321.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 2, 383-417.
- Fuller, R. J. (2000). Behavioral Finance and The Sources of Alpha. *Journal Of Pension Plan Investing*, 2(3), 291-293.
- Frick R. (2015). Best Investing Reads of 2007. Kiplinger's Personal Finance Magazine [serial online]. 2007: Available from: Academic One File, Ipswich, MA. Accessed June 6.
- Gazel, S. (2014). *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargular*. Ankara: Detay Yayıncılık.

- Gedik, S. (2011). *Kobi'lerde Finansal Yönetim Tekniklerinin Uygulanması ve Malatya İlinde Bir Anket Çalışması*. İstanbul: Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü,
- Günaydın, H. (2007). *Ekonomik Psikoloji: (Psikolojik Faktörlerin Ekonomik Reformlar Üzerine Etkileri)*. Ankara: Elit Kültür Yayınları.
- Gubaydullina, Z., Hein, O. ve Spiwoks, M. (2011). The Status Quo Bias of Bond Market Analysts. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(1), 31-51.
- Hirshleifer, D. ve Hong Teoh, S. (2003). Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis. *European Financial Management*, 9(1), 25-66.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. New York: Allen Lane
- Karaca, S.S. (2014). *Finansal Yönetim*. Samsun : Fakülte Yayınevi.
- Karan, B. (2013). *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kamoto, S. (2014). Impacts of Internal Financing on Investment Decisions by Optimistic and Overconfident Managers. *European Financial Management*, 20(1), 107-125.
- Kayahan C. ve Topal Y. (2009). Tarihsel Riske Maruz (Rmd) Finansal Riskleri Açıklamada Yeterli Midir?, Süleyman Demirel Üniversitesi *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 179-198.
- Kesici, H. (2010). *Adam Smith ve Ahlak Teorisi*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Bölümü. *Dergi Park. Web. 7 Aug. 2015*.
- Kurtaran, A. (2009). *Arbitraj Fiyatlandırma Modelinin Farklı Faktörlerle Karşılaştırmalı Olarak İMKB'de Test Edilmesi*. Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Jahanzeb, A. ve Muneer, S. (2012). Implication of Behavioral Finance in Investment Decision-Making Process. *Information Management and Business Review*, 4(10), 532.
- Mullainathan, S. ve Thaler, R. H. (2000). Behavioral Economics, *National Bureau of Economic Research*, 1904-1100.
- Norton, E. A. ve Reilly, F. K. (1995). *Investments*. ABD: The Dryden Press
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler*. Ankara: Nobel Yayınevi.

- Olsen, R. A. (2008). Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance. *Journal Of Behavioral Finance*, 9(1), 1-4.
- Oran, A. T., Yılmaz, Ö. T. ve Özer, G. T. (2011). Türkiye’de Algısal Sapmalar, *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 12(2), 297.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Erdiz Masaüstü Yayıncılık.
- Özerol, H. (2011). *Davranışsal Finans*. Ankara: Elma Yayınevi.
- Pieters, R., & Zeelenberg, M. (2007). A Theory of Regret Regulation. *Journal of Consumer Psychology*, 17(1), 29-35.
- Prendergast, C. ve Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring A Reputation For Learning. *Journal of Political Economy*, 1105-1134.
- Pompian, M. M. (2012). Behavioral Finance and Investor Types Managing Behavior to Make Better Investment Decisions. *United States of America*, online at <http://www.wiley.com/go/permissions> 07.05.2015.
- Poyraz, E. (2013). *Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Qian, H., Zhong, K. ve Zhong, Z. (2012). Seasoned Equity Issuers' R&D Investments: Signaling or Overoptimism. *Journal of Financial Research*, 35(4), 553-580.
- Roll, R. ve Ross, S. A. (1984). The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning. *Financial Analysts Journal*, 40(3), 14-26.
- Sayılgan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi Yayınları.
- Sarıaltın, H. (2011). *Finansal Yönetim ve Finansal Yönetimin Ana Çerçevesi* [Seminer], Sakarya Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Sakarya.
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (19), 247.
- Sharpe, W. F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*, *Journal Of Finance*, 19(3), s.425-442.
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 99-118.
- Singh, S. (2012). Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance. *Journal of Global Business Management*, 8(1).116-122

- Skala, D. (2008). Overconfidence in Psychology and Finance-An İnterdisciplinary Literature Review. *Bank i Kredyt*, (4), 33-50.
- Subrahmanyam, A. (2008). Behavioural Finance: A Review and Synthesis. *European Financial Management*, 14(1), 12-29.
- Şentürk, F. ve Fındık, H. (2014). Rasyonel Karar Alan Ekonomik Birimin Risk Altında Verdiği Kararlara Davranışsal Yaklaşım: Kahneman-Tversky Beklenti Teorisi Perspektifinden Eleştirel Bir Bakış. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(42), 127-139.
- Taner, B. ve Akkaya, C. (2005). Yatırım Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *Mufad Journal*, 27, 47-54.
- Taşkın, F. D. (2006). *Overreaction Hypothesis; Evidence From Istanbul Stock Exchange*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- The Penguin Dictionary of Sociology "Sosyoloji"*, "New york: Penguin Group, 1994, 90-510
- Tekbaş, Ş.B., A. Köse, V. Sarıkovanlık, S. E. Sarıkovanlık, N. K. Baş ve A. K. Özdemir (2015), Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil Ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., s. 102.
- Trueman, B. (1994). Analyst Forecasts and Herding Behavior. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 97.
- Tufan, C. ve Sarıççek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Trakya University Journal of Social Science*, 15(2).
- Tufan, E. (2008). *Davranışsal Finans*. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Tutar, Ö. H. (2007). *Finansal Analiz Teknikleri İle Başarısızlık Tahmini; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gözaltı Pazarında Ampirik Bir İnceleme*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Usta, Ö. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim* : Detay Yayıncılık
- Poyraz, E. (2013). *Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi
- Ülkü, N. (1997). Finansda Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*, 5(17).

- Veeraraghavan, K. (2010). Role of Behavioural Finance A Study. *International Journal of Enterprise and Innovation Management Studies*, 1(3), 109-112.
- Yazıcıoğlu, Y. ve Erdoğan, S. (2004). *Spss Uygulamalı Bilimsel Araştırma Yöntemleri*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yükçü, S. (2014). *Yeni TTK Uyumlu TMS ve UFRS Örneklı Genel Muhasebe, Geliştirilmiş, Gözden Geçirilmiş*. İzmir: Altın Nokta Yayınevi.
- Yücesoy, Ü. (2014). *Firmaların Finansal Kararlarında Uyguladıkları Finansal Karar Yöntemleri ve Karar Ağacı Uygulaması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Haliç üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,
- Zeelenberg, M. ve Pieters, R. (2007). A Theory of Regret Regulation *Journal of Consumer Psychology*. 17(1), 3-8.

İNTERNET KAYNAKLARI

- Tekdanışman.(2015a). Finansal Yönetim ve Fonksiyonları. Alıntı adresi : <http://www.tekdanisman.com/index.php/malidanis/finans/69-unite01> Erişim tarihi: 27 Mayıs 2015
- Tekdanışman. (2015a). Finansal Yönetim ve Fonksiyonları. Alıntı adresi : <http://www.tekdanisman.com/index.php/malidanis/finans/69-unite01> Erişim tarihi: 27 Mayıs 2015
- Etkin piyasa hipotezi (2015). <http://akilligelisim.com/etkin-piyasa-hipotezi-efficient-market-hypothesis/> Erişim Tarihi : 31.05.2015
- Muhafazakarlık. (2015). <http://yatirimcipsikolojisi.com/yatirimci-psikolojisi/muhafazakarlik-yanlilik-conservatism-bias/> Erişim Tarihi: 28.05.2015
- Baltaş.(2015). Bilişsel Çelişki. Erişim Tarihi: 28 Mayıs 2015 http://www.acarbaltas.com/makaleler_detay.php?id=149#.VcrjZfntmko
- Wikipedia. (2015). Endowment Effect. http://en.wikipedia.org/wiki/Endowment_effect Erişim Tarihi: 26.05.2015

EK: BİREYSEL YATIRIMCI ANKET FORMU

Bireysel Yatırımcı Anket Formu

Bu anket formu ile Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim dalında hazırlanmakta olan “Bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından ele alınması: Tokat örneği” adlı tezli işletme yüksek lisans Tez çalışmasına katkı sağlamak için düzenlenmiştir.

Davranışsal finans, piyasa yatırımcılarının tamamen rasyonel olmayan davranışlarıdır. Bu çalışmanın amacı, bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından ele alınması: Tokat örneğinde etkilerini araştırmaya yöneliktir. Çok değerli görüşlerinizi, bilgi ve birikimlerinizi paylaştığınız, bilimsel bir çalışmaya katkıda bulunduğunuz ve zaman ayırdığınız için teşekkür eder, saygılarımızı sunarız.

Seda ALDEMİR

GOU SBE Tezli Yüksek Lisans

1.Cinsiyetiniz nedir ?

Kadın Erkek

2. Yaş grubunuz nedir ?

20 ve 30 30 ve 40 40 ve 50 50-60 60 ve üzeri

3. Medeni durumunuz nedir ?

Evli Bekâr

4. Eğitim düzeyiniz nedir?

İlköğretim Ortaöğretim Lise Ön Lisans Lisans Yüksek Lisans Doktora

5. Mesleğiniz nedir?

Öğrenci Serbest meslek İşçi Esnaf Memur Diğer

6. Aylık geliriniz?

0-1000TL 1000-2000 TL 2000-3000 TL 3000 ve üzeri

7. Yatırım yapıyor musunuz ?

Evet Hayır

8. Yatırım yapma amacınız nedir?

Ailemi ve kendimi korumak

Çocuklarımın geleceği için

Paramı daha iyi kullanabilmek için

9. Yatırım araçlarından hangisini daha çok tercih ediyorsunuz?

Mevduat Hisse Senedi Altın Döviz Forex Tahvil Diğer

10. Yatırım araçlarındaki tercih etme değişikliğiniz nedir ?

Risk'inin düşük olması

Getirinin yüksek olması

Güvenlik

Portföy ile riski minimize etmek

Diğer

11. Risk' e girmeyi sever misiniz ?

Evet Hayır

12. Yatırım süresi boyunca gelirinizde bir değişim olacağını düşünüyor musunuz?

Evet Hayır

13 Ne zamandan bu yana yatırım yapmaktasınız?

1 yıldan az 1-3 yıl arası 3-5 yıl arası 5-10 yıl arası 10 yıldan fazla

14. Yatırımlarınızı takip etme düzeyiniz nedir?

Her gün Haftada bir Sık sık Ayda bir kez Düzenli olarak Diğer

15. Hangi bilgi kaynakları sizi yatırım yapmaya yönlendirmektedir?

TV Kanalları Ekonomi Programları Aracı Kurumlar

Yatırım Yapan Arkadaş Tavsiyeleri Gazete ve Dergiler Diğerleri

16. Ekonomi ve finans haberlerini (gazete, televizyon, internet ve sosyal medyadan) ne sıklıkla takip ediyorsunuz?

Çok sık Genellikle Nadiren Hiç bir zaman

17. Portföy, bir yatırımcının aynı veya farklı özelliklere sahip birden fazla yatırım aracına (nakit para, altın, döviz, vadeli mevduat, tahvil, hisse senedi ve hazine bonusu gibi mali mevduatlar) yatırım yapmak suretiyle oluşturduğu toplam değerdir. Herhangi bir portföy'e sahip misiniz.

Evet Hayır

18. Portföyünüzü oluştururken kaç tane yatırım aracı bulundurmaya tercih ediyorsunuz?

1 2-4 4-8 8-10 10 ve üzeri

19. Yatırım araçlarını tercih ederken temel aldığınız faktörler nelerdir, belirtiniz?

Analiz yöntemleri Aracı kurum yönlendirmeleri Alınan tüyolar

Döviz kurları Kişisel sezgilerim Diğer

20. Yatırımlarınızı ortalama elde tutma süreniz nedir?

30 günden az 30-60 gün arası 61-120 gün arası

121-180 gün arası 181-360 gün arası 360 günden fazla

21. "Psikolojik durumunuz yatırım kararınızda etkili olur mu ?

Evet Hayır

22. Hangi kişilik özelliğini taşımaktasınız?

Dikkatli Endişeli Duygusal Güvenli

23. Aşağıdaki ifadelere ne ölçüde katıldığınızı ilgili kutuyu işaretleyerek belirtiniz.

İFADELER	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
Gazetelerde açıklanan bilgiler benim için güvenlidir.					
Hisse senetlerindeki herhangi bir değişiklik yatırım kararımı etkiler					
Kendi kararım aracı kurumların kararından daha etkilidir.					
Riski olumsuz bir durum olarak nitelendiririm.					
Yatırım kararı verirken risk almayı severim.					
Elimdeki hisse senetleri değer kazandığında hemen satarım.					
Yatırım ile ilgili bulgu ve belgeler inanmam açısından etkilidir.					
Risk kaybetme düşüncemde herhangi bir değişiklik yapmaz.					
Sezgin kazandıran hisse senetlerinde önceliklidir.					
Kamuoyundaki büyük şirketlerin hisseleri iyidir görüşü benim için önemlidir.					
Yatırım bilgilerimi desteklemeyen kamuoyu bilgileri benim için önemlidir.					
Hisse senedi aldığım fiyatın üstüne çıkarsa hemen satarım.					
Yatırım yaptığım hisse senetlerinin değerinin düşmesinde piyasayı sorumlu tutarım.					
Hisse senedi o gün ki aldığım fiyatın altına düşerse, aldığım fiyata ulaşması için bekler ve öyle satarım.					
Yatırımlarımda kaybetmem beni kazandığımdan daha çok etkiler.					

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Seda ALDEMİR

Doğum Yeri ve Tarihi : Suşehri-1988

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Gaziosmanpaşa Üniversitesi

Yüksek Lisans Öğrenimi : Gaziosmanpaşa Üniversitesi

Yabancı Dili : İngilizce

Bilimsel Faaliyetleri :

İş Deneyimi :

İletişim

E-Posta Adres : svc_seda@hotmail.com