

GEDİZ ÜNİVERSİTESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL
YATIRIM TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Murat KÜDEN

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Şevin GÜRARDA

İşletme Anabilim Dalı

Bilim Dalı Kodu: 621.01.07

Sunuş Tarihi: 10.06.2014

İZMİR

2014

GEDİZ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

**DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL
YATIRIM TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Murat KÜDEN

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Şevin GÜRARDA

İşletme Anabilim Dalı

Bilim Dalı Kodu: 621.01.07

Sunuş Tarihi: 10.06.2014

İZMİR


2014

Murat KÜDEN tarafından yüksek lisans tezi olarak sunulan "DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ" başlıklı bu çalışma Gediz Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği ile Gediz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Eğitim ve Öğretim Yönergesinin ilgili hükümleri uyarınca tarafımızdan değerlendirilerek savunmaya değer bulunmuş ve 10.06.2014 tarihinde yapılan tez savunma sınavında aday oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunmuştur.


Jüri Üyeleri:

İmza

Jüri Başkanı

: Prof. Dr. M. Seif Samselk 

Raportör Üye

: Yrd. Doç. Dr. Sevin Güranda 

Üye

: Yrd. Doç. Dr. M. Burak Sarıncı 

ÖZET

DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

KÜDEN, Murat

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Şevin GÜRARDA

Haziran 2014, 129 Sayfa

Klasik finans teorileri, piyasaların etkinliği ve rasyonel yatırımcı kavramı ile yatırımcıların beklenen fayda teorisine göre hareket ettikleri varsayımına dayanmaktadır. Davranışsal finans teorisi ise, geleneksel finans teorilerine karşı olarak piyasaların etkinlikten uzak olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca davranışsal finans, geleneksel finans teorileri tarafından açıklanmayan ve piyasalarda meydana gelen anomalileri açıklamaktadır.

Bu çalışmada, geleneksel finans teorileri ve davranışsal finans teorisi ile birbirlerinden farkları vurgulanarak yatırım araçları, yatırım stratejileri ve yatırımcı psikolojisi ile ilgili bilgi verilmiştir. Ayrıca davranışsal finans hakkında yerli ve yabancı literatür taraması yapılmıştır.

Çalışmanın amacına uygun olarak, bireysel yatırımcıların tercihlerinin davranışsal finans açısından incelenmesinde anket çalışması uygulanmış ve anket sonuçları R i386 3.0.2 istatistik programı kullanılarak m – square analizi ile test edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda yatırımcıların psikolojik önyargıların etkisinde kaldıkları ve bu nedenle rasyonel davranmadıkları tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucu bu alanda yapılmış benzer çalışmaların bulguları ile paralellik göstermektedir.

Bu çalışma, Türkiye’ de davranışsal finans ile ilgili sınırlı sayıda çalışma bulunmasından dolayı, geniş bir literatür çalışması sonucunda oluşturulan anket çalışması ile elde edilen bulguları ile davranışsal finans alanında güvenilir ve yararlı bir kaynak olarak ulusal ve uluslararası literatüre de katkıda bulunmaktadır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Davranışsal Finans, Yatırımcı Psikolojisi, Bireysel Yatırımcı

ABSTRACT

THE EVALUATION OF INDIVIDUAL INVESTMENT PREFERENCES IN TERMS OF BEHAVIORAL FINANCE

KÜDEN, Murat

Master Thesis

Thesis Advisor: Asst. Prof. Şevin GÜRARDA

June 2014, 129 Page

The classic finance theories depend on the assumption that investors act according to the expected beneficial theory with the concept of market efficiency and rational investor. Behavioral finance theory, on the other hand, state that markets are far from efficiency as opposed to conventional finance theories. Also, behavioral finance reveals the anomalies which cannot be explained by conventional finance theories and which take place on markets.

In this study, conventional finance theories, behavioral finance theory and their difference from each other are emphasized and information is given about investment means, investment strategies and the psychology of investor. Besides, national and international literature was scanned about behavioral finance.

In accordance with the objective of this study, a questionnaire was implemented in evaluation of individual investors' preferences in terms of behavioral finance, and the results of questionnaire was tested by m – square analysis by using R i386 3.0.2 statistical program.

As the result of this analysis, it is found that investors are affected by psychological prejudices and thus do not behave rationally. The consequence of this study is in line with the findings of similar studies carried out in this field.

This study contributes to national and international literature as a reliable and useful resource in behavioral finance through the findings obtained from the questionnaire formed as the result of broad literature scan because of limited number of studies about behavioral finance in Turkey.

KEY WORDS: Behavioral Finance, Investor Psychology, Individual Investor

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında, bilimsel yönlendirmeleri ve değerli katkılarından dolayı danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Şevin GÜRARDA' ya şükranlarımı sunarım. Bu çalışmamda, olumlu eleştirilerini benden esirgemeyen, büyük bir özveri ile yaptığı katkıları nedeniyle Yrd. Doç. Dr. M. Burak ÖNEMLİ' ye de şükranlarımı sunarım.

Ayrıca bu çalışmamda manevi destekleri ile yanımda olan aileme, sevgili eşim Sinem KÜDEN' e ve dostum Cem ASLAN' a da minnettarım.

Murat KÜDEN

2014

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xi
TABLOLAR LİSTESİ.....	xii
SİMGELER LİSTESİ VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xv
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	3
1. FİNANS VE FİNANS TEORİLERİ.....	3
1.1 FİNANS VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	3
1.1.1 Finansın Tanımı ve Amacı.....	3
1.1.2 Finansal Yönetimin Tarihi ve Gelişimi.....	5
1.1.3 Finansal Karar Kavramı.....	6
1.1.4 Risk, Belirsizlik ve Belirlilik.....	6
1.1.4.1 Sistematik Risk.....	7
1.1.4.2 Sistematik Olmayan Risk.....	8
1.2 RİSKE KARŞI YATIRIMCI DAVRANIŞLARI.....	8
1.2.1 Riski Seven Yatırımcılar.....	9
1.2.2 Riski Sevmeyen Yatırımcı.....	10
1.2.3 Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcı.....	11
1.3 GELENEKSEL FİNANS VE MODELLERİ.....	11
1.3.1 Beklenen Fayda Teorisi (Expected Utility Theory).....	12
1.3.2 Bayeşçi Öğrenme Teorisi.....	14

1.3.3	Etkin Piyasalar Hipotezi.....	15
1.3.3.1	Etkin Piyasalar Hipotezine Yönelik Eleştiriler.....	18
1.4	DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKMASI	19
1.4.1	Kahneman ve Tversky Beklenti (Umut) Teorisi	21
1.4.2	Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları ile İlişkisi	22
1.5	DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ	24
1.5.1	Temsili Yatırımcı-Representative Agent Modeli	24
1.5.2	Aşırı Güven ve Yanlı Kendine Atfetme	25
1.5.3	İnteraktif İlişkiler Modeli	25
1.6	GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS KARŞILAŞTIRMASI.....	26
	İKİNCİ BÖLÜM	28
2	BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİ.....	28
2.1	YATIRIM ANALİZİ.....	28
2.1.1	Yatırımcı ve Yatırımcı Türleri	29
2.1.1.1	Bireysel Yatırımcılar	30
2.1.1.1	Kurumsal Yatırımcılar	31
2.1.1.2	Yabancı Yatırımcılar	32
2.1.2	Yatırım Araçları	33
2.1.2.1	Banka Mevduatı.....	34
2.1.2.2	Hisse Senedi	35
2.1.2.3	Döviz	37
2.1.2.4	Tahvil-Bono.....	37
2.1.2.5	Repo.....	38
2.1.2.6	Depo Sertifikaları	39
2.1.2.7	Vadeli İşlem Piyasaları.....	40

2.1.2.8	Opsiyon Sözleşmeleri	41
2.1.2.9	Yatırım Fonları	42
2.2	YATIRIM STRATEJİLERİ VE YATIRIM STRATEJİLERİNİ ETKİLEYEN ETMENLER	44
2.2.1	Aktif Stratejiler	44
2.2.1.1	Temel Analiz Açısından Stratejiler	45
2.2.1.2	Teknik Analiz Açısından Stratejiler	46
2.2.1.3	Temettü Verimine Dayanan stratejiler	48
2.2.1.4	F/K Oranı Açısından Stratejiler	48
2.2.1.5	Anomaliler Açısından Stratejiler	49
2.2.2	Pasif Stratejiler (Passive Portfolio Management)	51
2.2.2.1	Satın Al ve Elde Tut Stratejisi (Buy and Hold Strategy)...	51
2.2.2.2	Endeks İçerikli Fon Stratejisi (Indexed Fund).....	51
2.2.2.3	Maliyeti Ortalama Stratejisi.....	52
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....		54
3	YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR ..	54
3.1	YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR ..	54
3.2	YATIRIMCILARIN EĞİLİMLERİ	55
3.2.1	Kendini Kandırma Eğilimi (Self Deception).....	55
3.2.1.1	Aşırı Güven (Overconfidence Bias)	55
3.2.1.2	Aşırı İyimserlik (Optimism Bias).....	57
3.2.2	Duygusal Eğilimler (Emotional Bias)	57
3.2.2.1	Belirsizlikten Kaçınma (Ambiguity Aversion).....	58
3.2.2.2	Oto-Kontrol Eksikliği (Self Control).....	59
3.2.2.3	Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Aversion).....	59
3.2.3	Bilişsel Eğilimler (Cognitive Bias)	60
3.2.3.1	Aşırı veya Düşük Tepki Verme	61

3.2.3.2	Temsil Etme (Representativeness Heuristic).....	64
3.2.3.3	Çıpalamak (Anchoring Heuristic)	64
3.2.3.4	Çerçeveleme Etkisi (Framing Effect).....	65
3.2.3.5	Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion)	66
3.2.3.6	Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting).....	67
3.2.3.7	Kumarcı Tuzağı (Gambler Fallacy).....	68
3.2.4	Sosyal Eğilimler	69
3.2.4.1	Sürü Davranışı (Herding Behavior).....	69
3.2.4.2	Bilgi Çağlayanı (information cascade).....	70
	DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	72
4	DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİ.....	72
4.1	Araştırmanın Konusu ve Amacı	72
4.2	Araştırmada Kullanılan Hipotezler.....	72
4.3	Araştırmanın Yöntemi	73
4.4	Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi	74
4.4.1	Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi	74
4.4.2	Anket Sonuçlarının Karşılaştırmalı Olarak Değerlendirilmesi	91
	SONUÇ	102
	EKLER	104
	KAYNAKLAR DİZİNİ	110

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1-1 Riski Seven Yatırımcılar.....	9
Şekil 1-2 Riskten Kaçan Yatırımcı.....	10
Şekil 1-3 Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar.....	11
Şekil 1-4 Davranışsal Finans'ın Diğer Bilim Dalları İle İlişkisi.....	23
Şekil 2-1 Yurtiçi Yatırımcı Sayısı.....	29
Şekil 2-2 Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri.....	30
Şekil 2-3 Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü.....	32
Şekil 2-4 Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri.....	33
Şekil 2-5 Banka Mevduatlarının Dağılımı.....	35
Şekil 3-1 Hisse Senedinden Oluşan Kazanan Ve Kaybeden Portföyler İçin Test Dönemi 1-36 Ay Kümülatif Ortalama Getiriler.....	62

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 4-1: Cinsiyetine Göre Katılımcıların Dağılımı	74
Tablo 4-2: Katılımcıların Yaşa Göre Dağılımı	75
Tablo 4-3: Katılımcıların Medeni Durumuna Göre Dağılımı	75
Tablo 4-4: Katılımcıların Sahip Oldukları Çocuk Sayısına Göre Dağılımı .	76
Tablo 4-5: Katılımcıların Eğitim Düzeyine Göre Dağılımı	76
Tablo 4-6: Katılımcıların Aylık Gelir Düzeyine Göre Dağılımı.....	77
Tablo 4-7: Katılımcıların Meslek Durumuna Göre Dağılımı.....	77
Tablo 4-8: Riske Girme Eğilimleri	78
Tablo 4-9: Katılımcıların Tercih Ettikleri Yatırım Araçları.....	78
Tablo 4-10: Yatırım Aracı Sayısına Göre Portföylerin Dağılımı.....	79
Tablo 4-11: Yatırım Portföyü Büyüklüğü.....	79
Tablo 4-12: Portföy Riski Durumu	80
Tablo 4-13: Portföydeki Hisse Senedi Oranı	80
Tablo 4-14: (Alınıyorsa) Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Süresi....	81
Tablo 4-15: Portföydeki İki Farklı Hissenin Kar - Zarar Durumuna Göre Karşılaştırılması.....	81
Tablo 4-16: Finans Piyasalarını Takip Etme Durumu	82
Tablo 4-17: Yatırımın Tekrar Gözden Geçirilmesi.....	82
Tablo 4-18: Yatırım Yapmadan Önce Başvurulan Bilgi Kaynakları.....	83
Tablo 4-19 Yatırım Öncesi Kaynak Bilgi Dağılımı	83
Tablo 4-20: Kazanan Bir Yatırımcıda Olması Gereken Temel Özellikler...	84
Tablo 4-21: Yatırım Yapmadan Önce ve Yatırım Yaptıktan Sonra Yatırımcının Kendisine ve Yatırımına Olan Güven Durumu.....	85
Tablo 4-22: Aşırı Özgüvenin Değerlendirilmesi.....	85

Tablo 4-23: Zarar Durumunda Stop – Loss Kullanılıp Pozisyonun Kapatılması	86
Tablo 4-24: Zarar Edilen Yatırımın Alım veya Satım Yönünde Değerlendirilmesi	86
Tablo 4-25: Borsa Performansı ile Şirketin İyi Olma Tanımlaması Arasındaki İlişki	87
Tablo 4-26: Dini İnançların Yatırım Kararları Üzerine Etkileri	87
Tablo 4-27: Siyasi Görüşlerin Yatırım Kararları Üzerine Etkileri.....	88
Tablo 4-28: Piyasadaki Diğer Yatırımcıların Gözlem ve Hareketleri Doğrultusunda Hareket Etme Durumunun Değerlendirilmesi	88
Tablo 4-29: Yatırım Sonucunda Kayıp Ortaya Çıkması Durumuna Göre Davranış Türü	89
Tablo 4-30: Yatırımın Geçmiş Performansının, Gelecekte Oluşacak Getiriyi Tahmin Etmede Kullanılabilir Durumu	89
Tablo 4-31: Küçük Şirketlerin Hisseleri Kazandırsa Bile Büyük Şirketlerin Hisselerini Tercih Etme Durumu.....	90
Tablo 4-32: Karar Verme Aşamasında Seçeneklerin Karşılaştırılması	90
Tablo 4-33: Ocak Ayı Anomalisinin Bilinilirliğinin Değerlendirilmesi.....	91
Tablo 4-34 Cinsiyet ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişki.....	92
Tablo 4-35 Cinsiyet ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişkinin Frekans testi	92
Tablo 4-36 Cinsiyet ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişki.....	93
Tablo 4-37 Cinsiyet ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişkinin Frekans Testi.....	93
Tablo 4-38 Cinsiyet ile Portföy Riski Arasındaki İlişki.....	94
Tablo 4-39 Cinsiyet ile Portföy Riski Arasındaki İlişkinin Frekans Testi... ..	94
Tablo 4-40 Cinsiyet ile Riske Girmeyi Sevmek Arasındaki İlişki.....	95
Tablo 4-41 Cinsiyet ile Riske Girmeyi Sevmek Arasındaki İlişkinin Frekans Testi	95

Tablo 4-42 Medeni Durum ile Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi Arasındaki İlişki.....	96
Tablo 4-43 Medeni Durum ile Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi Arasındaki İlişkinin Frekans Dağılımı.....	96
Tablo 4-44 Çocuk Sayısı ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişki	97
Tablo 4-45 Çocuk Sayısı ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişkinin Frekans Testi.....	97
Tablo 4-46 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Pişmanlıktan Kaçınma Arasındaki İlişki	98
Tablo 4-47 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Pişmanlıktan Kaçınma Arasındaki İlişkinin Frekans Testi	98
Tablo 4-48 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Piyasayı Yenme Arasındaki İlişki	99
Tablo 4-49 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Piyasayı Yenme Arasındaki İlişkinin Frekans Testi	99
Tablo 4-50 Aylık Gelir Durumu ile Yatırımın Fiyatı Düşükçe Alırım Arasındaki İlişki.....	100
Tablo 4-51 Aylık Gelir Durumu ile Yatırımın Fiyatı Düşükçe Alırım Arasındaki İlişkinin Frekans Testi.....	100
Tablo 4-52 Aylık Gelir Durumu ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişki	101
Tablo 4-53 Aylık Gelir Durumu ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişkinin Frekans Testi	101

SİMGELER LİSTESİ VE KISALTMALAR DİZİNİ

BFT	Beklenen Fayda Teorisi
BT	Beklenti Teorisi
EPH	Etkin Piyasalar Hipotezi
F/K	Fiyat/Kazanç oranı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
BIST	Borsa İstanbul
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
DTH	Döviz Tevdiat Hesapları
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
vd	Ve Diğerleri
-KK:	Kesinlikle Katılmıyorum
-K:	Katılmıyorum
E.D:	Emin Değilim
+K:	Katılıyorum
+KK:	Kesinlikle Katılıyorum

GİRİŞ

Geleneksel finans çerçevesinde birey, rasyonel insan olarak tanımlanmaktadır. Kişiler, kendi çıkarları peşinde koşmakta ve beklenen fayda teorisine uygun bir şekilde hareket etmektedir. Piyasaların da bu bağlamda etkin olduğundan bahsedilmektedir.

Etkin Piyasalar Hipotezi bize, sistematik olarak kimsenin borsayı yenemeyeceğini ifade etmektedir. Ancak, bazı yatırımcıların da borsayı yendikleri gayet açıktır. Yapılan bilimsel çalışmalar sonucunda “anomalilerin” çoğalması ve doğrulanması bize etkin piyasalar hipotezinin yetersiz kaldığını göstermektedir. Etkin Piyasalar Hipotezi, bugüne kadar oluşan krizleri ve varlık balonlarını da açıklayamamaktadır.

Sosyal bilimlerde elde edilen bulgular neticesinde geleneksel finansın yetersiz kaldığı varsayılmış ve kişilerin her zaman rasyonel davranışlar sergilemediği, piyasa etkinliğinden sapmalar olabileceği savunulmuştur. Rasyonel olmayan bu davranışlar neticesinde davranışsal finans doğmuştur.

Davranışsal finans insanların yatırım kararlarında her zaman rasyonel davranmadığı görüşünden doğmuştur. Bundan dolayı davranışsal finans, insanların her zaman optimum tercihler yapamayacağını ve rasyonel olmayan tercihler yapabileceklerini savunmaktadır. Rasyonel olmayan bu davranışlar da piyasa etkinliğini azaltıcı bir neden olarak görülmektedir.

Bu çalışmada, davranışsal finans literatüründe ortaya konulan temel bulgular çerçevesinde, ülkemiz bireysel yatırımcıların yatırım tercihleri davranışsal finans çerçevesinde belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışma, giriş ve sonuç bölümleri hariç olmak üzere; ilk üç bölümü teori, dördüncü bölümü uygulama olmak üzere dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde geleneksel ve davranışsal finans hakkında kavramlar ele alınmıştır. Bu bölümde, geleneksel finans modelleri incelenmiş ve davranışsal finansın ortaya çıkma gerekçeleri üzerinde durulmuştur. Davranışsal finans açıklanarak diğer bilimlerle ilişkisinden bahsedilmiştir.

İkinci bölümde bireysel yatırımcılar ve yatırım tercihleri hakkında bilgi verilmiştir. Yatırım analizi yapılarak yatırım araçları hakkında ayrı başlıklar halinde bilgi verilmiştir. Son olarak da, yatırım stratejileri ve bu yatırım stratejilerini belirleyen etmenler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, psikolojik önyargılara ilişkin temel bulgular belirlenmiş ve ayrıca yatırımcıların yatırım davranışları üzerine yatırımcı eğilimlerinin etkisi üzerinde durulmuş ve bu eğilimler ayrı ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise yatırımcılara yönelik anket çalışması yapılmış ve bulguları açıklanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANS VE FİNANS TEORİLERİ

Bu bölümde finansın tanımı yapılmış, gelişimi ve kavramsal çerçevesi açıklanmıştır. Geleneksel finans ve davranışsal finans açıklanarak finans modelleri üzerinde durulmuştur.

1.1 FİNANS VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Finansın işlevinin şirket bakımından önemi son yıllarda iyice artmıştır. Küreselleşmenin etkileri ve son yıllarda farklı boyutlarda görülen siyasi ve ekonomik krizler, şirketlerin yaşamlarını devam ettirebilmeleri açısından birer tehdit oluşturmaktadırlar. Şirketler önceden pazarlama ve satışa ağırlık verirken artık finansal yönetimin de ne kadar hayati öneme sahip olduğunu anlamışlar ve bu alana da önem vermeye başlamışlardır. Şirketler artık bütün dünya finansal sistemini takip etmek zorunda oldukları anlamışlar ve hem fon bulmak hem de finansal kaynaklarını etkin kullanabilmek için finansal yönetimlerini güçlendirmeye başlamışlardır.

1.1.1 Finansın Tanımı ve Amacı

Geçmişte finans, bir işletmenin ihtiyaç duyduğu fon ya da parayı bulmak ve işletme tarafından sahip olunan fonları doğru ve etkin şekilde kullanmak şeklinde tanımlanırken; bugün bir işletmenin piyasa değerini arttırmaya yönelik her türlü plan ve kararın dönüm noktası olarak tanımlayabiliriz (Sarıaslan & Erol, 2008: 5).

(Apak & Demirel, 2009: 15) finansı; “ödeme aracı sağlamak” şeklinde tanımlamışlardır. Tanımlarına finansın “para, mal ve mali işler” anlamında kullanıldığını da eklemiştir:

- Fon ve sermaye sağlamaya yönelik ticari etkinlik
- İktisadın, para ve diğer varlıkları inceleyen bir alt dalı
- Para, kredi, bankacılık ve yatırımların tümünün yönetimini içermektedir.

(Kılıç, 2012: 2) Finansı, “şirketlerin amaçları doğrultusunda faaliyetlerini yerine getirebilmek için, uygun şartlarda fon bulunması, bu fonları etkin kullanarak varlıklarını büyütebilmesi ve zaman içerisinde şirketin sahip olduğu atıl fonların en iyi şekilde değerlendirilmesi” olarak tanımlamıştır. Finans işlevi yerine getirilirken risk ve getiri arasında bir denge kurulması gerekmektedir.

Genel olarak özetleyerek olursak, sermaye piyasaların temel fonksiyonu, ekonomi içerisindeki kaynakların, fon fazlası ve fon açığı veren taraflar arasında etkin ve verimli olarak kullanılmasını sağlamaktır.

Literatürde finansal açıdan etkinlik kavramı, kaynakların en iyi bir şekilde kullananlara dağılımını sağlamak anlamında “dağıtımsal etkinlik”, kaynak aktarımını minimum maliyetle gerçekleştirmek anlamında “faaliyet etkinliği” ve piyasa fiyatlarının tüm mevcut bilgileri yansıtması anlamında “bilgisel etkinlik” olmak üzere üç farklı şekilde kullanılmaktadır (Barak, 2008: 1).

(Brealey, Myers, & Marcus, 2007: 1) finansı; “meydan okuyucu” olarak tanımlamaktadırlar. Başarılı yönetici olmak için karar alma yöntemlerinden daha fazlasına ihtiyacınız olmaktadır. Şirketlerin ve finansal piyasaların davranışlarının nedenini ve yaygın uygulamalarının ne zaman en iyi uygulama olduğunu veya olmadığını bilmeniz gerekmektedir. Finansal kararlar ile birlikte karmaşık problemler daha yönetilebilir hale gelmektedir.

Finansal kararların alınması ve uygulanması **finansal yönetimi** oluşturmaktadır. Finansal yönetimi uygulayan kişiler de finansal amaçları göz önünde bulundurarak bunu gerçekleştirmelidir. Finansal amaçlar en genel ifade ile şirketin kazançlarını arttırarak şirketin piyasa değerini arttırmaktır. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere şirketin değerinin artması aynı zamanda şirket ortaklarının da mal varlıklarının artması anlamına gelecektir.

Finansal amaçlara; şirketin devamlılığını sağlamak, şirket çalışanlarının ücretlerini zamanında ödemek, şirketin gelir-gider dengesini sağlamak, şirketi uzun ömürlü bir yapı haline getirmek ve şirketin karını arttırmayı da örnek olarak verebiliriz.

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere finans yönetimi, finansman ve yatırım olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finans yönetimi bu kararları alırken de, risk yönetimini göz önünde bulundurmaya zorundadır.

1.1.2 Finansal Yönetimin Tarihi ve Gelişimi

Finansal piyasaların oldukça eski bir geçmişi bulunmaktadır. Kredilerde uygulanacak faiz oranlarının, Babil Krallığında Hammurabi Yasalarıyla uygulandığı tahmin edilmektedir. İlk opsiyon sözleşmesinin filozof Thales tarafından satın alındığı bilinmektedir. Uluslararası bankacılığın köklerinin 15. yüzyıla uzandığı bilinmektedir. Konusu pirinç olan vadeli işlemlerin, 1650 yıllarında Japonya’da işlem gördüğü bilinmektedir. Bugünkü adıyla ilk anonim şirketin ise 1599 yılında East India Company adıyla İngiltere’de kurulduğu bilinmektedir. İlk kâğıt paranın ihracının ise 1690 yılında Massachusetts Bay Colony tarafından Amerika Birleşik Devletleri’nde gerçekleştirildiği bilinmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2013: 4).

Finansal Yönetim ise 1900’lerin başında Amerika Birleşik Devletleri’nde sanayileşme sürecinin artmaya başlamasıyla birlikte bilimsel bir disiplin olarak gelişmeye başlamıştır. Bu yıllarda büyüme amacıyla fon bulmak temel amaç olurken, menkul kıymet ihracı konusundaki bu yoğunlaşma 1929 Büyük Buhran’ a kadar devam etmiştir (Sarıaslan & Erol, 2008: 8).

1929’daki büyük buhrandan sonra şirketler iflas, tasfiye, birleşme ve yeniden yapılanma gibi konulara ağırlık vermişlerdir. Bu arada Büyük Buhran’dan alınan derslerle Securities Exchange Commission (SEC) 1934 yılında kurularak menkul kıymet piyasalarına düzenlemeler getirilmiştir. İşletmenin itibarını ve hisse senetlerinin piyasa değerini arttırma biçiminde daha geniş kesimleri ilgilendiren bir disiplin olarak algılamaya başlanmıştır. Bu algılamayı oluşturma çalışmaları 1950’li yıllara kadar devam etmiştir. 1950 yıllarının sonlarına doğru işletmeler daha fazla bilgisayar teknolojileri kullanmaya başlamış ve bu da finansal yönetimlerde yeni açılımlara neden olmuştur. Finansal yönetimde detaylı analizler yapılmaya başlanmış ve yeni yaklaşımların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Sarıaslan & Erol, 2008: 9).

1970’li yıllara gelindiğinde işletme değeri kavramı ortaya çıkmıştır. Ortakların refahının en yüksek oranlara çıkarılması ile ilgili risk faktörünü de ele alan matematiksel modeller geliştirilmiştir. 1960-1970 yılları arasında ortaya çıkan aktif-pasif yönetimi yaklaşımı 1980’li yıllarda finansal yönetimin odak noktası olmuştur. 1970’li yıllarda gelişmiş ülkelerin sabit kur rejimini terk etmelerinden sonra dalgalı kur sistemine geçmeleri neticesinde “globalleşme” kavramı 1980 yılına kadar ortaya çıkmıştır. 1980’li yıllarda artık “Uluslararası Finans Bilimi” kavramları da konuşulmaya başlanmıştır. 1990 ve 2000’li yıllar tam anlamıyla bilgisayarın hakim olduğu yıllar olmuş ve küreselleşmenin finans yönetimi üzerinde en yoğun yaşandığı yıllar olmuştur. 2000 yılından sonra risk yönetimi çok önem kazanmış ve belirsizlikler artmıştır (Kılıç, 2012: 3-4).

1.1.3 Finansal Karar Kavramı

Finansal kararlar en genel tanımıyla kişilerin veya şirketlerin finansal ihtiyaçlarını en uygun yerden ve en uygun şekilde temin edebilmeleri konusunda alacakları kararlardır diyebiliriz. Finansal kararlar, fon bulmanın yanı sıra aynı zamanda mevcut fazla fonların etkin şekilde yönetilmesi için de verilebilmektedir. Kişiler finansal kararlarını verirken kendisi için en uygun kararı vermeyi tercih edecektir. Bunun için gerek fon bulurken gerekse de yatırımlarını değerlendirmek amacıyla risk algısına göre bu kararları alacaktır. İşletmeler açısından finansal kararları almak için finansal yöneticiler bulunmaktadır. Finansal yöneticiler şirket için faydalı olanı, yani şirketin karını arttırmak için finansal kararlar alma yolunu tercih edeceklerdir.

Finans, para hakkında kararlar ile ilgili olmaktadır, daha uygun bir ifade ile, nakit akımları ile ilgilidir. Finansal kararlar, paranın çoğalması ve iş hayatında, ülke yönetiminde ve gerekli olan herşeyde söz sahibidir. Finansal kararlar alınırken şunlar çok önemlidir (Besley & Brigham, 2012: 4):

- Daha fazla değer kazanmak, kaybetmeye tercih edilmelidir.
- Kısa vadede elde edilen para çok daha değerlidir.
- Az riskli varlıklar, çok daha riskli varlıklara tercih edilmelidir.

1.1.4 Risk, Belirsizlik ve Belirlilik

Literatür incelendiğinde riskin kesin bir tanımı olmamakla birlikte, ölçümü konusunda da farklı görüş ayrılıkları görülmektedir. Bu yüzden dolayısıdır ki farklı risk ölçümleri bulunmaktadır.

Risk ve belirsizlik birbirine çok yakın iki kavram olduğu için oldukça fazla karıştırılmaktadır.

Belirsizlik, “elde edilecek muhtemel sonuçların dağılımı”dır. Dağılım ne kadar geniş ise belirsizlikte o kadar fazla olmaktadır. Risk ise, “beklenen yani gerçekleşmesi en muhtemel sonuç ile gerçekleşen yani fiili sonuç arasındaki sapma” olarak tanımlayabiliriz. Yani, bireylerin sakındıkları risk değil belirsizliktir (Akçay, vd., 2012: 72).

“Risk” sözcüğü eski İtalyanca’da “cüret etmek” anlamına gelen “risicare” fiilinden gelmektedir. Bu anlamda bakılacak olursa risk, kaderden çok bir seçim olmaktadır. Riskin hikâyesi tamamen, tercih yapma özgürlüğümüz ölçüsünde göze

aldığımız eylemlerin öyküsü olmaktadır. Bu öykü, insan olmanın anlamını tanımlamamızı sağlamaktadır (Bernstein, 2011: 26).

(Bolak, 2004: 3) **Riski**; “planların başarısız olma olasılığı, hatalı karar alma tehlikesi, zarar etme veya kar etmeme gibi durumları” şeklinde tanımlamıştır. Gerçekleşen sonuçlarla beklenen sonuçlar arasındaki sapmanın her zaman olumsuz olması gerekmekte, olumlu yönde sapmalar da olabilmekte ve risk kavramı her iki durumu da temsil etmektedir.

(Bernstein, 2011: 20) ise **riski**; “gelecekte olabilecekleri tanımlayabilme ve değişik alternatifler arasından seçim yapabilme” şeklinde tanımlamıştır. Risk, çağdaş toplumların esasını oluşturmaktadır. Risk yönetimi, refahın dağılımından kamu sağlığına kadar, savaşların meydana gelmesinden mısır gevreği pazarlamasına kadar karar alma süreçlerinde insanoğluna rehberlik etmektedir.

Dünya çapında tanınmış birçok önemli yatırımcının riski sevdiğini ve yatırımlarını risk ve belirsizlik durumlarında yaptıklarını söylediklerini bilmekteyiz. Örneğin; Warren Buffett belirsizliği, uzun vadeli değerleri satın alan yatırımcının dostu olarak görmektedir. Yine aynı şekilde George Soros’ un da yatırımlarını risk ve belirsizlik ortamlarında yaptığı herkes tarafından açıkça bilinmektedir.

Yatırımcılar, yatırım kararı verirken, bekledikleri sonuca ulaşabileceklerini biliyorlarsa, belirlilikten söz edilebilir. **Belirlilik**, “yatırımcının tahmin edilen gelirlerinin, tek bir rakam olarak değerlendirilmesidir” şeklinde tanımlanabilir. Ayrıca, portföy kuramı açısından yatırımcı bekleyişlerinin dar bir alana yayılması da belirlilik olarak değerlendirilebilmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2013: 29).

Menkul kıymetlerin getirilerindeki risk kaynaklarını iki grupta toplayabiliriz.

1.1.4.1 Sistematik Risk

Sistematik (çeşitlendirilemeyen) risk, genel bir ifade ile tüm yatırımların getirilerini etkileyen risk olarak tanımlanmaktadır. Yatırımlar arasında sistematik bir ilişki olduğundan riskin çeşitlendirilemeyeceği ve her yatırımın riskten etkileneceği vurgulanmaktadır.

Sistematik risk; piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerden kaynaklanmaktadır. Sistematik riskin kaynakları ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişikliklerdir. Piyasadaki varlıkların tümü farklı oranlarda olmakla birlikte sistematik riskten aynı doğrultuda etkilenmektedir. Bunun sonucu olarak da menkul kıymetler arasında çeşitlendirmeye gitmek, riskin ortadan kaldırılabilmesine olanak vermeyecektir. Sistematik risklere; **Faiz Oranı**

riskini , Enflasyon riskini ve Pazar riskini örnek olarak verebiliriz (Bolak, 2001: 171).

1.1.4.2 Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan (çeşitlendirilebilir) risk ise; yatırım konusu olan varlığın kendisine özgü risklerden kaynaklanmaktadır. Bu risk bu nedenden dolayı çeşitlendirilebilir. Farklı yatırım araçlarına yatırım yapılarak herhangi birinde oluşacak riskler diğer yatırım araçlarının getirileri ile dengelenmektedir. Bu şekilde etkin risk yönetimi de yapılabilmektedir.

Sistematik olmayan risk, mevcut toplam riskin şirkete veya şirketin içinde yer aldığı sektöre özgü kısmı olmaktadır. Grevler, yönetim hataları, kanuni uygulamalar örnek olarak verilebilmektedir. Bu nedenle sistematik olmayan riskin her şirket için ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir. Her menkul kıymetin sistematik olmayan riskinin farklı noktalarda olması nedeniyle, çeşitlendirme yapılarak bu riskin azaltılabilmesi mümkündür. Sistematik olmayan risklere; **finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski** örnek olarak verilebilmektedir (Bolak, 2001: 172).

1.2 RİSKE KARŞI YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

Bazı insanlar riski severken, bazıları ise riskten kaçınmaktadır. Yatırımcıların risk karşısında nasıl davranmaları gerektiğini belirleyen çok farklı değişkenler bulunmaktadır.

Korkan insanlar riskten kaçınırken, öfkeli insanlar risk konusunda mutlu insanlar kadar rahat davranmaktadırlar. Risk almadaki belirleyici unsur, denetim algısıdır. Korkan yatırımcılar kendilerini güvensiz hissetmekte ve denetimin kendilerinde olmadığı duygusunu yaşamaktadırlar. Bunun sonucunda da piyasalar düşerken, korkanlar satmaya meyilli olmaktadır. Öfkeli yatırımcılar düşmanı belirlemekte ve durumu kontrol altına aldıklarını hissetmektedirler. Pozisyonlarından daha emin oldukları için düşen hisseleri ellerinde tutmaktadırlar (Peterson, 2012: 133).

Saraç ve Kahyaoğlu (2011)' nun yaptıkları çalışmada şu sonuçlara ulaşılmıştır: Yaşlı yatırımcıların risk alma eğilimi genç yatırımcılardan yüksektir. Emekli yatırımcılar işçi yatırımcılardan daha yüksek risk alma eğilimindedir. Eğitim düzeyi lise olan yatırımcılar, lisans ve lisansüstü eğitim alanlardan daha çok

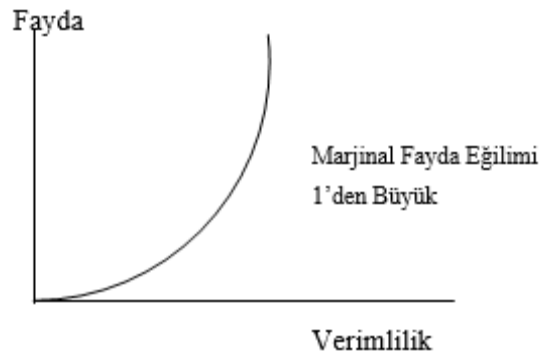
risk alırken; lisans mezunu olanlar ise lisansüstü eğitim alanlardan daha düşük risk algısına sahiptir. Kadın yatırımcıların risk alma eğilimi erkek yatırımcılardan düşüktür.

Bilindiği üzere risk karşısında üç tip yatırımcı bulunmaktadır. Bunlar; riski seven yatırımcılar, riski sevmeyen yatırımcılar ve riske karşı kayıtsız yatırımcılardır.

1.2.1 Riski Seven Yatırımcılar

Riski seven yatırımcı; bu kişiler için yatırımın beklenen faydası yatırım yapmanın beklenen faydasından daha büyüktür. Risk beklenen getiriden fazla artsa bile yatırımdan çekinmeyi tercih etmezler ve aksine risk alma eğilimine girerler. Bu yatırımcının marjinal faydası pozitif eğilimlidir (Civan, 2010: 319).

Aşağıdaki şekilde riski seven yatırımcıların marjinal fayda eğilimi gösterilmiştir.



Şekil 1-1 Riski Seven Yatırımcılar

Kaynak: (Civan, 2010: 320)

Riski seven yatırımcılar sabit getiri yatırımları tercih etmek yerine daha yüksek getiri vadeden hisseler veya enstrümanlara yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Daha fazla kayıp göze alınarak daha fazla kazanç umulmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonların yaygın kullanımı, internet üzerinden işlem yapıldığında kimsenin kişiyi tanımaması ve kişisel denetim duygusu, yatırımcıların risk alma ihtiyacını tahrik etmektedir. Bazı trader'lar kar ve zarar olasılıklarını özenli bir biçimde ölçemedikleri için aşırı riskler üstlenmektedirler (Peterson, 2012: 203).

1.2.2 Riski Sevmeyen Yatırımcı

Riski sevmeyen yatırımcı; Risk almaktan korkan ve riski sevmeyen bu yatırımcılar getirileri belirli olan yatırımlardan en risksiz olanı tercih etme eğilimi sergilemektedirler. Riski sevmeyen yatırımcı için paranın marjinal faydası negatif eğilimlidir (Civan, 2010: 318).

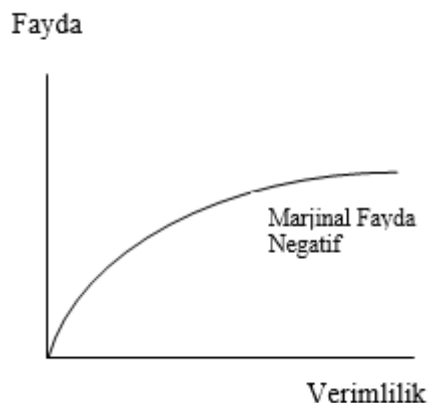
Riski sevmeyen yatırımcılar paralarını, borsada veya riskli yerlerde yatırım yapmaktan ziyade daha düşük getirisi olan enstrümanlara yatıracaklardır. Vadeli mevduatlar veya devlet tahvilleri örnek olarak gösterilebilir.

Riskten kaçmak isteyen yatırımcılar için günümüzde kullanabilecekleri çok farklı türev enstrümanları bulunmaktadır. Yatırımcılar portföylerini türev piyasalardan varlıklar ile çeşitlendirme yoluna giderek risklerini en aza indirebilmekte veya tamamen ortadan kaldırebilmektedirler.

(Sayılğan, 2010: 452) riski; “objektif olasılıkla belirlenebilen kaybetme şansı” olarak tanımlamıştır. Portföy yönetiminde riski ise “portföyün beklenen getirisinin gerçekleşen getirisinden sapma olasılığı” olarak tanımlamıştır.

Korku, çoğu yatırımcının optimal düzeyde piyasa riski almasını önlemektedir. İnsanlar, bekledikleri veya öngördükleri olumsuz olaylardan özellikle korkmakta ve olay yaklaştıkça daha fazla satmaya başlamaktadırlar. Olumsuz bir olayı beklemek, psikolojik olarak o kadar acı vermektedir ki, çoğu kişi, sırf “acı çekmemek” için varlıklarını zararına ellerinden çıkarmaktadırlar (Peterson, 2012: 184).

Aşağıdaki şekilde riskten kaçan yatırımcının marjinal faydası gösterilmiştir.



Şekil 1-2 Riskten Kaçan Yatırımcı

Kaynak: (Civan, 2010: 319)

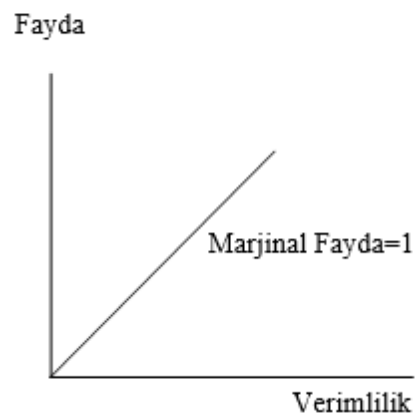
Korkunun finans dilindeki karşılığına “risk algısı” da diyebiliriz. Yatırımcıların kendilerine göre mantıklı veya mantıksız çok farklı risk algılamaları vardır.

1.2.3 Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcı

Riske karşı kayıtsız yatırımcılar; hangi yatırımın seçileceği ve risk çok fazla önem taşımamaktadır. Getiri de risk ile paralel artmak kaydıyla risk üstlenmekten kaçınmazlar. Bu tür yatırımcılar açısından paranın marjinal faydası 1 olmaktadır (Civan, 2010: 319).

Riske karşı kayıtsız yatırımcılar risk ile ilgilenmemektedirler. Bu kişiler için hangi yatırımın seçileceği önemli olmamaktadır. Bu nedenle yatırımcılar risk ve getiri arasında kayıtsız kalmaktadır.

Aşağıdaki şekilde riske karşı kayıtsız yatırımcıların marjinal faydası gösterilmektedir.



Şekil 1-3 Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar

Kaynak: (Civan, 2010: 319)

1.3 GELENEKSEL FİNANS VE MODELLERİ

Genel anlamıyla açıklayacak olursak, Geleneksel Finans kuramı kişilerin rasyonel olduğunu ve akılcı hareket ettiğini varsaymaktadır. Kişilerin tutarlı olduğunu kabul ederek aslında kişinin kendisi için en uygun seçeneği seçeceğini

öne sürmektedir. Aslında geleneksel finans modelleri kişilerin psikolojik yanlarını reddederek onların akılcı davrandıklarını kabul etmektedir.

Geleneksel finans modelleri, ekonomide hakim paradigma olan neoklasik iktisat temeli üzerinde geliştirilmiştir. Geleneksel finans perspektifinde yatırımcılar, faydasını maksimize etmeye çalışan ve rasyonel davranış prensiplerine uyan bireyler olarak ele alınmaktadır (Bayar, 2012: 14).

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 & Çilingiroğlu, 2011: 247).

1.3.1 Beklenen Fayda Teorisi (Expected Utility Theory)

İnsanların risk ve fırsat karşısında beklenen yararları karşılaştırarak seçmesi, Beklenen Fayda Teorisi'nin risk tanımına göre hareket ettiğini göstermektedir. Yatırımcıların en iyi seçimi yapmadan önce, her yatırım seçeneğinin beklenen fayda değerini hesaplamaları gerekmektedir.

Beklenen Fayda Teorisi'nin temelleri, Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında atılmıştır. Daha sonra, 1944 yılında John Von Neumann ve Oscar Morgenstein tarafından geliştirilmiştir. 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından beklenti teorisi geliştirilene kadar baskın risk altında karar alma teorisi olarak kullanılmıştır. Teoriye göre beklenen fayda, belirsizlik altında verilen bir kararın sonucu olan olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlamada fayda, kardinal olarak ifade edilmektedir ve kişilerin rasyonel hareket ettiği varsayımına dayanmaktadır (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 249).

Ancak bu tanımlamadaki kardinal-sayısal bir fayda anlayışının korunması, eleştiriye neden olmaktadır.

Ancak kardinallik, beklenen fayda teorisinde mutlak bir marjinal zevk ölçüsü olarak değil, operasyonel anlamda bir indeks sayısı olarak ele alınmaktadır. İndeks sayıları kişinin değer yargılarını içermemektedir. Fakat bu yargıları sıralamaktadır.

Bu bağlamda beklenen fayda teorisi kardinal fayda ölçümünde karşı karşıya kalınan sorunları sırasal bir ilişki içinde aşmış görünmektedir (Barak, 2008: 73).

Beklenen Fayda Teorisine göre bütün ekonomik aktörler, önlerine çıkan belirsiz durumlarda olayların gerçekleşme ihtimalini hesaplarken Bayes kuralını kullanan, hesapladıkları olasılıklarla olaylardan elde edecekleri kazançları çarparak beklenen faydalarını hesaplamaktadır. Son olarak da beklenen faydalarını en üst düzeye çıkaran tercihleri yapan “rasyonel” varlıklardır (Günak, 2007: 6).

Von Neumann ve Morgenstern’in (1944) karar verme teorisi, beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkesine dayanmaktadır. Basit bir örnekle anlatılacak olursa: Eğer 100 \$’a sahip bir kişi %10 oranında kazanma şansına sahip ise, bu kişinin beklenen faydası (expected utility) $0.10 * 100 \$ = 10 \$$ ’dır. Belirsizlik durumunda optimal karar verme, şu şekilde olacaktır. Örneğin %25 oranla 100 \$ ve %10 oranla 1000 \$ kazanma seçeneklerini düşünelim. Beklenen faydayı maksimize etmek isteyen rasyonel bir kişi, ikinci seçeneği tercih edecektir. Çünkü birincinin beklenen faydası ($0.25 * 100 \$$) 25 \$ iken, ikinci seçeneğin ($0.10 * 1000 \$$) 100 \$’dır (Döm, 2003: 13).

Beklenen Fayda Teorisi (BFT) ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanarak belirsizlik halinde insanların davranışlarını açıklamaya çalışır. Beklenen Fayda Teorisi, sayısallaştırılabilir bir fayda anlayışından yola çıkmaktadır. Daha büyük beklenen fayda daha yüksek bir tercih düzeyi ile ilişkilendirilebilir (Barak, 2008: 71).

Yatırımcı gelecekte ne olacağından emin olamayacaksa yatırımını nereye yapacağına nasıl karar verecektir. Yatırımcı, 10 yıl sonra devrim niteliğinde bir ilaç bulacak ya da aksi durumda tamamen değersiz bir şirkete mi yatırım yapacaktır ya da uzun yıllar boyunca makul getiriler sunan elektrik şirketine mi yatırım yapmayı tercih edecektir. Eğer para kaybetmek yatırımcıyı mutsuz edecekse, o zaman elektrik şirketine yatırım yapmak daha doğru bir seçim olacaktır. Ya da bu borsa yatırımlarıyla ilgilenmeyen bir kişi ise, yatırımını başka yere yapacaktır veya bir araba almayı tercih edecektir. Neumann ve Morgenstern’e göre, bütün bunlar kişilerin belirsizlik altında karar alma yollarını yansıtmaktadır. Bu iki iktisatçının teorisi, daha önceki “beklenen değer” teorilerini geliştirmektedir. Beklenen Değer teorileri yalnızca ilk iki kriteri dikkate alıyordu: Olası getiri ve bunun gerçekleşme ihtimali. Ancak bu yeterli değildir; aynı zamanda kazançların insanı ne kadar mutlu ettiğini ve kayıpların da kişiyi ne kadar mutsuz ettiğini dikkate almak gerekmektedir (30 Saniyede Ekonomi, 2010: 114).

1.3.2 Bayesçi Öğrenme Teorisi

Geleceğin belirsizliği, karar almada karşılaşılan en temel sorun olmaktadır. Bu sorunu aşmaya yönelik çalışmalardan birisi de İngiliz muhasebeci ve matematikçi Thomas Bayes' e aittir. Bayesçi mantık; gelecekteki olayları tahmin etmede önceden gerçekleşen olayların bilgilerini kullanarak, olasılık ve istatistik biliminden yararlanarak bir karar alma yöntemi olmaktadır. Bayesçi mantığa göre, belirsiz bir sonuca sahip herhangi bir durumu ölçmek için olasılık dağılımı hesaplanmaktadır (Tufan, 2008: 14).

Bayesçi istatistik 1763 yılına dayanmaktadır. Fakat 19. Yüzyılda itibarını kaybetmiştir. İstatistiği, Bruno de Finetti İtalya'da, Harold Jeffreys ise İngiltere'de canlı tutmaya çalışmıştır. Jimmy Savage ABD ve İngiltere'de ve Dennis Lindley, 20. Yüzyılın ikinci yarısında, modern Bayesian hareketi başlatmıştır. Geliştirilen bilgisayar sistemleri Bayesçi öğrenme sistemini geliştirmeye olanak vermiş ve astrofizik, hava tahmini, sağlık politikası ve ceza hukuku gibi çeşitli uygulama alanlarında kullanılmış ve bu uygulamalar daha çok 1990 sonrası dönemde gerçekleşmiştir (Bayesian, 2014).

Bayesçi yaklaşımda, model parametreleri hakkındaki bilgi, önceki dağılım (prior distribution) olarak tanımlanan parametre:

$$p(\theta)$$

Yeni veri y 'ye ulaşabildiğinde ise, model parametreleri hakkındaki bilgi, model parametrelerden elde edilen verinin dağılımı olarak olasılıkla ifade edilen:

$$p(y|\theta)$$

Bu bilgiler daha sonra ikincil dağılım (posterior distribution) olarak adlandırılan Bayesian çıkarımlar üretmek için tüm önceki çıkarımlarla birleştirilmiştir.

Bayesçi kuram şu şekilde formüle edilmiştir:

$$p(\theta | y) = \frac{p(\theta) \times p(y | \theta)}{\int_{\Theta} p(\theta) \times p(y | \theta) d\theta}$$

Bu nedenlerden ötürü Bayesçi kuram, olasılık kuramının yapı taşlarından biridir.

Bayes Kuramı' na şöyle bir örnek verilebilir: Varsayalım ki, elimizde içi görünmeyen bir sepet ve sepetin içerisinde de üç adet top olsun. Bu topların her biri yeşil ya da kırmızı olabilir. Bakmadan elimizi sepetin içine sokup, rastgele bir top

seçtiğimizi ve bu topun kırmızı renkte olduğunu, topu tekrar sepete atıp, bu işlemi iki kere daha tekrarladığımızı ve yine kırmızı topu çektiğimizi düşünelim. Bu durumda, bütün topların kırmızı olduğu yönünde bir hipotez geliştirebiliriz. Bu durumda Bayesçi kuramdan yararlanarak olasılık hesabı yapabiliriz. Buna göre tüm toplar kırmızıdır (A) ve yapılan tüm seçimler kırmızıdır (B) diyelim ve olasılık (p) hesaplayalım. Mümkün olan bütün olasılıklarda (KKK, KKY, KYY, YYY), topların hepsinin kırmızı olma şansı 1/4 iken, bütün topların kırmızı ve tüm seçimlerin kırmızı olma olasılığı 1/8'dir. Bayes kuramı, sepetteki tüm topların kırmızı olma olasılığını, bütün seçimlerin kırmızı olma olasılığı %50 olarak hesaplamaktadır (Tufan, 2008: 16-17).

1.3.3 Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin Piyasalar Hipotezine (EPH) göre; herhangi bir bilgi kullanılarak, piyasanın üstünde getiri elde edilememektedir. Buna neden olarak fiyatların tüm bilgiyi içermesi gösterilmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi (EPH); genel anlamda menkul kıymet fiyatlarının pazara ulaşan tüm bilgileri yansıttığını ortaya koymaktadır. Rekabet piyasasının geçerli olduğu piyasalarda, bir mal veya hizmetin fiyatı, o mal veya hizmetin arz ve talebinin eşitlenmesi ile ortaya çıkar. Bu fiyat, aynı zamanda herkesin ulaşabildiği bilgilere dayanan ve alıcı ve satıcı tarafların üzerinde anlaşıldığı fiyat olacaktır. Bu hipotezin sadece hisse senedi fiyatlarında değil, tüm piyasalarda geçerli olduğu savunulur (Karan, 2011: 275).

Etkin piyasa hipotezinin temel varsayımı; piyasada mevcut tüm bilgiyi kullanmak suretiyle, kar elde etme olanağı bulunmamaktadır. Başka bir ifade ile kar elde etmenin imkânsız olduğu durumlarda piyasa etkindir. Bu teoremin temelinde rasyonel beklentiler yatmaktadır. Yeni gelen bilgi daha önce elde edilen bilgilerin bir fonksiyonu olmamaktadır. Bu nedenle, beklenen ekonomik karların 0 (sıfır) olması halinde, menkul kıymet fiyatlarındaki değişimler zaman içerisinde bağımsız tesadüfi seçimler şeklinde hareket etmektedirler. Böylece etkin piyasada oluşan fiyatlar, piyasadaki tam bilgiyi içermektedir (Başoğlu, vd., 2001: 170).

Piyasa etkinliğini üç bölüme ayırabiliriz. Bu etkinlik türlerinden ilki, **faaliyet etkinliğidir** (operational efficiency). Bu piyasada, fon arz ve talep edenler, minimum maliyette işlemlerini gerçekleştirebilmektedirler. Bu etkinlik türlerinden ikincisi, **kaynak dağıtım etkinliğidir** (capital allocational efficiency). Bu etkinlik türündeki amaç, optimum kaynak dağıtımdır. Bu etkinlik türlerinden sonuncusu ise, **bilgi etkinliğidir** (informational efficiency). Bu etkinlik türündeki amaç,

fiyatların mevcut tüm bilgiyi yansıttığıdır. Etkin piyasalar hipotezindeki etkin kavramı, bilgisel etkinliği ifade etmektedir (Karan, 2011: 276).

Hisse senetlerinin fiyatlarını önceden tahmin etmede kullanılacak bilgi varsa bu, hisse senedinin mevcut fiyatına yansımış olduğunu söylemek yanlış olmaz. Piyasadaki tüm ulaşılabilir bilgiler çerçevesinde, hisse senedi olması gereken fiyat düzeyine hemen geliyorsa, fiyatların yalnızca yeni bilgiler geldiğinde aşağı veya yukarı yöne doğru hareket etmesi gerekir. Yeni bilgi de tanım gereği tahmin edilemez (unpredictable) olmalıdır. Eğer tahmin edilebiliyor olsaydı, söz konusu bilgi artık bugünün bilgisi olurdu. Bu sebeple hisse senetlerinin fiyatlarının değişmesi de önceden tahmin edilemez değişimler olmak zorundadır. İşte bu sav, hisse senedi fiyatlarının rassal yürüyüşe (random walk) uygun olduğu fikrinin arka planını oluşturmaktadır. Gerçekten de, eğer fiyat değişimleri önceden tahmin edilebiliyor olsaydı, tüm bu bilgilerin mevcut fiyatlara yansımadığı anlamına geleceğinden, hisse senedi piyasasının etkin olmadığına dair bulgular doğrulanmış olacaktı. Bu sebeple hisse senedi fiyatlarının tüm bilgileri yansıttığı olgusu Etkin Pazar Hipotezi olarak adlandırılmaktadır (Konuralp, 2001: 304-305).

Etkin piyasalar kuramına göre; belirli düzeyde irrasyonel yatırımcıların satın aldıkları menkul kıymetler aşırı fiyatlandırılmakta iken, sattıkları menkul kıymetler daha düşük fiyatlandırılmaktadır. Bu sebeple irrasyonel yatırımcılar, pasif yatırımcılar ya da arbitrajcılara kıyasla daha düşük getiri elde etmekte ve para kaybetmektedir (Döm, 2003: 4).

(Fama, 1970) yayınladığı çalışmasında “**adil oyun (fair game)**” modeli çerçevesinde Etkin Piyasalar Hipotezini formüle etmiştir:

$$E(\bar{P}_{i,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(r_{i,t+1} | \Phi_t)] P_{i,t}$$

Burada;

E = Beklenen değer

$P_{i,t}$ = t anında i hisse senedinin fiyatını,

$P_{i,t+1}$ = t+1 anında i hisse senedinin tek dönemlik getiri yüzdesini,

$r_{i,t+1}$ = t+1 anında i hisse senedinin tek dönemlik getiri yüzdesini,

Φ_t = t anında hisse senedi fiyatına tam olarak yansımış olduğu varsayılan bilgi setini, ifade etmektedir.

Aslında söz konusu beklenen getiri, şu andaki ve geçmişteki enflasyon oranı, faiz oranı gayri safi milli hasıla.. vb. bir çok değişkeni içine alan bilgi setini yansıtmalıdır. Bu bilgi seti, değişkenler arasında var olan ilişkileri de tanımlayan

ve hisse senetleri fiyatlarını etkileyecek tüm seçenekleri de bünyesinde bulundurmaktadır (Konuralp, 2001: 306).

Etkin Piyasalar Kuramı'nın temel esasları (Samuelson, 1965)'e dayanmaktadır. (Samuelson, 1965)'e göre, eğer tüm piyasa katılımcılarının bilgi ve beklentileri tamamen fiyatlara yansımışsa, bilgisel olarak etkin bir piyasada fiyat değişiklikleri tahmin edilemez. (Fama, 1970) ise, bu varsayımı işlevsel hale getirmiştir (Döm, 2003: 2).

(Fama, 1970) bu makalesinde etkin piyasayı, mevcut tüm bilgilerin fiyatlara tam olarak yansması olarak tanımlamıştır. Piyasayı, bilgi girişinin çeşitlerine göre sınıflandırmıştır. EPH'ni üç alt hipoteze bölerek açıklamıştır (Karan, 2011: 277).

Zayıf etkinlik; Hipotezin en düşük derecesidir. Yatırımcının geçmiş fiyat hareketini kullanarak, normalin üstünde getiri elde edemeyeceği vurgulanmıştır. Bu etkinlikte teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı bulunmamaktadır.

Zayıf etkin piyasa hipotezi, rassal yürüyüş (random walk)'ün test edilmesine yöneliktir. Herhangi bir hisse senedinin fiyat değişimlerinde o hisse senedi ile ilgili tüm bilgilerin etkisi incelenmektedir. Etkin piyasanın bu zayıf şekli geçerli ise, fiyat değişimleri tamamen rastlantısal olarak gerçekleşecektir. Böylece bir dönemdeki fiyat değişimi istatistik olarak, diğer dönemdeki fiyat değişimlerinden bağımsız olmaktadır (Günak, 2007: 29).

Yarı kuvvetli etkinlik; Hipotezin ikinci derecesidir. Etkin piyasada bir yatırımcının, geçmiş fiyatlara ilaveten, kamuya duyurulmuş bilgileri kullanarak normalin üstünde getiri sağlamayacağı vurgulanmıştır. Bu nedenle, temel analiz, mali tablolar analizi ve benzer analizler, yatırım kararı verirken dikkate alınmamaktadır.

Temel analiz ile ekstra kazanç sağlamanın mümkün olmamasının nedeni; temel analizi yapmak için gerekli olan bilgiye herkes eş zamanlı ve maliyetsiz olarak ulaşmaktadır ve dolayısıyla kimsenin diğerlerine karşı bir üstünlüğü söz konusu olmamaktadır (Gürkan, 2009: 12).

Kuvvetli etkinlik; Hipotezin en güçlü derecesidir. Etkin piyasada yatırımcının, kamuya duyurulmamış özel bilgilerle normalin üzerinde getiri sağlayamayacağı belirtilmektedir. Eğer gerçekten piyasa bu formda etkin olursa, o piyasada hiç kimse –insider trading yapanlar, büyük fon yöneticileri dahil- anormal kazanç elde edemezler. Bu formda aşırı getiri sağlayamamaya neden olarak, tüm bilgilerin, kamuya açıklanmış veya açıklanmamış, çok hızlı bir şekilde fiyatlara yansıtacağı belirtilmiştir.

(Shleifer, 2000)'e göre piyasalar derinleştikçe, bu türden bir piyasada yaratılan fiyat değişiklikleri dizimi daha da rassal işleyecektir. Bu anlamda, etkin

Pazar kuramının güçlü şeklinde ise, fiyat değişiklikleri tamamen rassal ve tahmin edilemezdir. En küçük bir bilgi avantajı hızla fiyatlara yansıtacağından, kar olanakları da hızla ortadan kalkmaktadır. Bu durumda fiyatlar mevcut tüm bilgiyi yansıtacağından, bilgiye dayalı işlemlerden kar elde etme imkanı imkansızdır. Riske göre düzeltilmiş aşırı getiriler elde edilmesini imkansız kılmaktadır (Döm, 2003: 3).

Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, bu üç formda birbirinden bağımsız değildir. Yarı kuvvetli etkin piyasanın etkin olabilmesi için, zayıf formda da etkin olması gerekmektedir. Buna benzer şekilde, piyasanın güçlü formda etkin olabilmesi için; hem zayıf, hem de yarı kuvvetli formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde fiyat tüm bilgileri içermez (Karan, 2011: 277).

Diğer tarafta (Fama, 1998) ise, etkin piyasalar teorisinin anomali literatürüne rağmen iki sebepten dolayı ayakta durduğunu savunmaktadır: Birincisi, anomali bulguları yetersiz ve aşırı reaksiyon arasında eşit bir şekilde dağılmışsa, ki Fama'ya göre böyledir, o zaman geçerli açıklama sadece şans faktörü olmalıdır. Bu da, etkin piyasalar teorisi ile uyumlu olmaktadır. İkincisi, anomali literatüründeki bulgular alternatif getiri modellerine (beklenen fayda modeli gibi) ve farklı ölçüm metodlarına dayanıklı değildir. Fama, davranış teorilerini de, sadece açıklamak için geliştirdikleri anomalileri açıklayabildikleri, diğer anomalilerde ise sessiz kaldıkları için de eleştirmiştir. Fama, “Finans’ın teori branşında bugüne kadar gördüğümüz yaratıcılık (!) ve psikologlar tarafından tespit edilmiş çok sayıda algılama hatası dikkate alındığında, yakın gelecekte her bir anomaliyi açıklayan bir davranış modelleri menüsü ortaya çıkacağından hiç şüpheniz olmasın. Benim görüşüm, her yeni modelin, anomali bulgularının tamamını tek başına açıklama kabiliyetine göre değerlendirilmesi gerektiğidir.” sözlerini söylemiştir (Ülkü, 2001: 113). Yani Fama, her anomaliyi açıklayacak şekilde bir davranış modelinin geliştirileceğini söylemektedir.

1.3.3.1 Etkin Piyasalar Hipotezine Yönelik Eleştiriler

Yatırımcıların; - artan teknoloji, bilimdeki gelişmeler ve piyasada görülen aşırılıklar - dan sonra, yatırımcıların Etkin Piyasa Hipotezi’ni sorgulamalarını da beraberinde getirmiştir.

(De Bondt & Thaler, 1985)’in makalesi bir taraftan finansal piyasalarda aşırı tepkiyi tespit etmeye çalışırken, diğer taraftan da doğrudan etkin piyasalar hipotezinin, zayıf formda etkinliğini sıyan bir çalışmadır. Bilindiği üzere zayıf formda etkinlik yatırımcının geçmiş dönem fiyat bilgilerini kullanarak aşırı kar elde edemeyeceğini savunmaktadır. Ancak (De Bondt & Thaler) çalışmaları ile,

yatırımcıların geçmiş dönem fiyat bilgilerini kullanarak piyasada aşırı kar edebileceklerini göstermişlerdir. Bu çalışma bu konuda yapılan çalışmaların da önünü açmaktadır (Gürkan, 2009: 15).

Eğer bir piyasada hissenin cari fiyatı, o hisse ile ilgili bilinen her türlü bilgiyi anında yansıtabiliyorsa, piyasanın bilgisel etkinliği sağladığı söylenmektedir. Bu özelliğin Türk hisse senetlerinde geçerli olduğunu savunmak oldukça zordur. Beklenenden daha iyi veya kötü finansal tablolar açıklayarak, bu bilgilerin açıklanması öncesinde olağanüstü fiyat hareketleri oluşmaktadır. Yani içeriden bilgi alınarak, bilgisel etkinliğin sağlanmasının önüne geçilmektedir. Örneğin bir şirketin gelecek bilanço döneminde ne kadar kar açıklayacağını şirket genel müdürü biliyorsa, etkin pazar hipotezinden bahsetmek mümkün olamaz (Erdoğan, 2004: 44-45).

Etkin piyasalar hipotezinin iddiasına göre, hisse senedi fiyatları, açıklanan yeni bilgiye hemen tepki vermektedir.

Teknik analizin varsayımları, Etkin Piyasalar Hipotezi üzerine kurulmuştur. Teknik analizin temel prensibi, hisse senedi fiyatlarının önceden tahmin edilebilecek trendler halinde hareket ettiğidir. Teknik analiz, piyasaya yeni gelen bilginin bütün yatırımcılara anında ulaşmadığını kabul etmektedirler. Aslında hisse senedi fiyatı, denge fiyatına aniden ulaşmaz ve belli bir zaman içinde fiyat oluşmaktadır. Aslında bu varsayım, pazara ulaşan yeni bilgilerin hisse senedi fiyatlarına anında yansıdığını kabul eden Etkin Piyasalar Hipotezine tamamen ters düşmektedir (Konuralp, 2001: 308).

Hisse senedi fiyatları, aşırı tepkiyi yavaş yavaş vermektedir. Yatırımcılar ise, hisse senetleri ile ilgili yeni bilgiye hemen aşırı tepki verme eğilimi göstermektedir. Bu da, ciddi şekilde gecikmeye yol açmaktadır. Bu husus, oluşturulan hisse senedi portföylerinin, herhangi bir endeksten daha düşük riskle daha yüksek getiri elde etmelerine neden olmaktadır (Tufan, 2008: 12).

Etkin Piyasalar Kuramına alternatif olarak Davranışsal Finans kuramı geliştirilmiştir.

1.4 DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKMASI

Davranışsal Finans, hem psikolojinin hem de finansın görüşlerinden yararlanan oldukça yeni bir alandır. Davranışsal finansın ortaya çıkış gerekçesi; yatırımcıların rasyonel davranmayıp, geleneksel finans teorileri ile açıklan(a)mayan davranışlar sergilemeleridir.

Adam Smith'in 1776 yılında yayınlanan "ulusların zenginliği" adlı ünlü eserinde; piyasa ekonomisinin kapsamlı bir analizini ve bunun halkın ekonomik refahına katkısını anlatmıştır. Tezinin odak noktası ise "rasyonel ekonomik insan" kavramıydı. Bireylerin kararlarını, toplumun iyiliğini düşünerek değil, akla dayanarak ve kişisel çıkarlarını gözeterik aldığını savunuyordu. Bu görüşüyle, kurulmasına yardımcı olduğu ekonomi yaklaşımı sıklıkla "klasik ekonomi" olarak anılmaktadır (Ekonomi Kitabı, 2013: 50).

19.yüzyılda, Smith'in tamamen kapitalist ekonomi görüşüne tepkiler oluşmaya başlamıştır.

1940'lı yıllarda ABD'li ekonomist Herbert Simon rasyonel karar alma süreçlerinin, insanların nasıl karar aldığını tek başına açıklamadığını iddia etmekteydi. 1953 yılında Fransız ekonomist Maurice Allias, gerçek hayattaki kararların her zaman rasyonel biçimde alınmadığını söyleyerek, Beklenen Fayda Teorisini eleştirmekteydi (Ekonomi Kitabı, 2013: 266).

Daniel Kahneman ve Amos Tversky, iki İsraili deneysel psikolog, insanların riski ve belirsizliği daha iyi fiyatlaması için çalışmalar yapmıştır.1960'larda Kudüs'te Hebrew Üniversitesinde, İsrail ordusuna katılacak askerleri inceleyerek çalışmalarına başlamışlardır. Bu çalışmalar ile (1979) 'Beklentiler Teorisi' (BT)'nin temellerini atmışlardır. Bu çalışma ile, kuşkusuz davranışsal finansın ortaya çıkmasına çok önemli katkı yapmışlardır. Diğer taraftan Richard Thaler öncülüğünde bir grup akademisyen ekonomist tarafından adına 'davranışsal finans' dedikleri yeni bir araştırma disiplini ile yanıt vermişlerdir (Karan, 2011: 699).

Aslında davranışsal finansın ortaya çıkış gerekçesi, kişilerin her zaman rasyonel olmadıkları için, Etkin Piyasalar Hipotezi ve Beklenen Yarar Hipotezi ile açıklanamayan insanoğlu davranışlarını, kişilerin psikolojik yönleri olduğunu da kabul eden bir yaklaşıma ihtiyaç duyulmasıdır.

Ancak, davranışsal finansçılar genelde kişilerin, özeldede ise yatırımcıların tamamen rasyonel olduğu yaklaşımını sürdürmenin güç olduğunu ifade etmektedir. Burada vurgulanması gereken husus, tüm yatırımcıların irrasyonel olduğu öne sürülmemekte, onun yerine güçlü bir eğilimin olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda, bir çok yatırımcı, menkul kıymetlere olan talebine yön verirken, ilişkisiz bilgiyi esas alarak yatırım kararları vermektedir (Döm, 2003: 7).

(Shleifer, 2000: 10)'a göre; yatırımcılar bilgidende ziyade söylentiye (noise) dayalı işlem yapmaktadır. Yatırımcılar, finansal guruların tavsiyelerini izlemekte, çeşitlendirme yapamamakta, aktif olarak işlem yapmakta ve buna bağlı olarak portföylerini değiştirmekte, kazanan hisse senetlerini satmakta, kaybeden hisse senetlerini tutarak vergi yükümlülüklerini arttırmakta, aktif olarak alım veya satım yapmakta ve diğer popüler modelleri izlemektedir. Kısaca rasyonel yatırımcılardan beklenen işlem stratejilerini izlemediği görülmektedir (Döm, 2003: 7).

Ritter'e (2003) göre, Davranışsal Finans'ın iki temel taşı '**Arbitraj'ın Sınırlılıkları**' ve '**Bilişsel Psikoloji'nin Yükselişidir**'.

Daniel Kahneman ve Amos Tversky geliştirdikleri kavramı 'Beklenti Teorisi' olarak adlandırmaktadırlar. Kahneman' a muhabbet ortamında bu ismin nereden geldiğini sorduğumda, "sadece insanların dikkatini çekecek ve hatırlayacakları bir ad istiyorduk" şeklinde bir cevap vermiştir (Bernstein, 2011: 304).

Thaler ve taraftarları, Kahneman ve Tversky 'nin çalışmalarını iktisat alanına yaymayı başarmış ve davranışsal finans dalını kurmuşlardır. Thaler davranışsal finans adlandırmasından hoşlanmamakta ve "finansın başka türü var mı?" diye sormaktadır (Bernstein, 2005: 232).

10 Aralık 2002 yılında Daniel Kahneman' ın, davranışsal finans çalışmaları yüzünden Nobel Ekonomi ödülüne layık olması sonrası, bilim dünyası daha fazla bu alanla ilgili çalışmaya başlamıştır. Bu ödül, davranışsal finansın bilim dünyası tarafından tanındığını göstermektedir. Bundan dolayı bu alanda yapılan çalışmalar artmış ve bu olay, bu alanda çalışmak isteyen birçok akademisyeni cesaretlendirmiştir (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 254).

1.4.1 Kahneman ve Tversky Beklenti (Umut) Teorisi

Kahneman ve Tversky yaptıkları çalışmalarda, bireylerin tercihlerde bulunurken, Beklenen Fayda Teorisi (BFT)' ni ihlal ettiklerini ve BFT' nin risklere karşı yeterli bir model olmadığını ve kendilerinin alternatif bir model önerdiklerini öne sürmüşlerdir (Kahneman & Tversky, 1979).

Kahneman ve Tversky' nin (1979) Beklenti Teori' si belirsizlik altında karar vermede, Beklenen Fayda Teorisi'ne (Expected Utility Theory) başlıca alternatif olurken, bu teori ile yatırımcıların, kazanç ve kayıplara farklı olasılık düzeylerinde ağırlıklar verdiklerini ortaya koymuşlardır. Bu teori ile "beklenen risk" e göre "algılanan risk" in hesaba katılmasını öne sürmüşlerdir. Bu anlamda Beklenti Teorisi davranışsal finasta büyük ilgi görmüştür (Döm, 2003: 1).

Kişilerin seçimleri, rasyonel seçimin sunduğu şekliyle tek başına sonuçlar ve olasılıklara bağlı değil, ancak aynı zamanda bu seçimlerin nasıl sunulduğuna da bağlı olmaktadır. Kanseri hastaları 10' da 9 hayatta kalma ihtimali veren bir tedaviyi, 10' da 1 ölüm ihtimali olan bir tedaviye tercih edebileceklerdir. Her ne kadar objektif olarak bu ikisi aynı olsa da (30 Saniyede Ekonomi, 2010: 116).

(Kahneman & Tversky, 1979) yaptıkları çalışmada BFT'nin aksine, kesinlik etkisine örnek olarak Fransız ekonomist Maurice Allais'in 1953 yılında yaptığı çalışmayı göstermişlerdir. Katılımcılara 2 soru sorulmuştur:

1.soruda N=72, 2500\$ kazanç %33 olasılıkla, 2400\$ kazanç %66 olasılıkla ve 0\$ kazanç %1 olasılıkla ve B seçeneğinde ise 2400 dolar kesin kazanç önerilmiştir.

2 soruda ise; N=95, 4000\$ kazanç %80 olasılıkla, 0\$ kazanç %20 olasılıkla ve diğer tarafta da 3000\$ kesin kazanç önerilmiştir.

Kişilerden bu sorular arasından tercih yapmaları istenmiş ve 1.soruya cevaben aslında seçmedikleri tarafın beklenen faydası daha yüksek olmasına karşın %82 oranında katılımcı kesin kazancı tercih etmiştir. Aynı şekilde 2. sorudaki katılımcılar da diğer tarafın beklenen faydası yüksek olsa da %80 oranında kesin kazancı tercih etmişlerdir. Her iki soruda da, yatırımcıların beklenen fayda teorisini ihlal ettikleri saptanmıştır (Kahneman & Tversky, 1979: 265-268).

Kesinlik etkisi negatif beklentilerde de görülebilmektedir. Yapılan deneyde; 95 kişiden %80 olasılıkla 4000 \$ kaybetmek (A seçeneği) ya da kesin olarak 3000 \$ kaybetmek (B seçeneği) seçenekleri arasından tercih yapmaları istenmiştir. Katılımcıların %92' si, A seçeneğini B seçeneğine tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Bu örnek; insanların kesin kaybetme olasılığına karşın, kesin olarak kaybetmeme ihtimali olan tercihi seçtiklerini göstermektedir (Barak, 2008: 82).

Beklenti teorisinin, çeşitli ekonomik kararlar üzerinde de etkisi bulunmaktadır. İnsanların, net servetleri aynı etkiye maruz kalsa da, 15 poundluk bir DVD için 5 pound daha az ödemek üzere şehrin diğer ucuna giderken, 400 pound değerinde bir televizyon alırken, 5 pound tasarruf etmek için aynı yolculuğu yapma ihtimalinin neden daha az olduğunu açıklamaktadır. Yine buna benzer şekilde insanlar bir nesneye sahip olduklarında ve onu kaybetmek istemediklerinde, ona sahip olmadan öncesine kıyasla daha fazla değer vermekteler (Ekonomi Kitabı, 2013: 269).

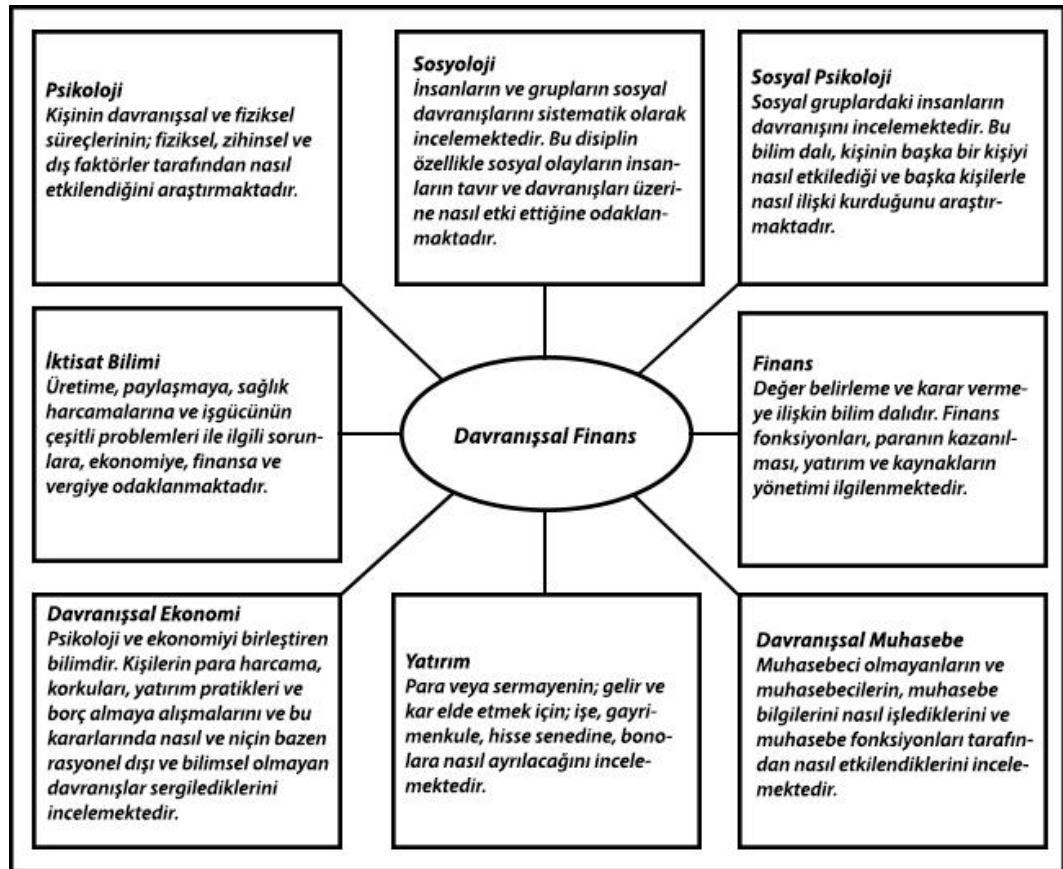
1.4.2 Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları ile İlişkisi

Davranışsal finans; insanların tümüyle rasyonel olmadığı varsayımını benimsemektedir. Bir varlığın, pazar değeri ile defter değeri arasındaki farkları anlamaya çalışmaktadır. Kısaca, fiyatlar arasındaki farkları açıklamaktadır. Davranışsal ekonomi, gerçekçi psikolojik buluşlara yer vererek, ekonominin açıklayıcı gücünü arttırmıştır (Karan, 2011: 702).

Davranışsal Finans Teorisi, Davranışsal ekonominin bir alt disiplini olarak bilimdeki yerini almaktadır. Davranışsal Finansın ortaya çıkmasında, psikoloji ve sosyoloji bilimlerinin çok büyük katkısı olduğu bilinmektedir. Zaten Davranışsal Finans'ın en önemli çalışmalarını oluşturan Daniel Kahneman ve Amos Tversky

isimli bilim adamlarının, deneysel psikolog olduklarını bilinmektedir. Bu nedenden dolayıdır ki; davranışsal finans, psikoloji bilimini kendisine altyapı olarak almaktadır.

Aşağıdaki şekilde Davranışsal Finans'ın diğer bilim dalları ile ilişkisi gösterilmektedir.



Şekil 1-4 Davranışsal Finans'ın Diğer Bilim Dalları İle İlişkisi

Kaynak: Ricciardi, V. (2003). A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance. *Journal of Behavioral Finance*, no.3, 12.

Davranışsal Finans Teorisinin pazarlama ve reklamcılık üzerinde de büyük etkisi bulunmaktadır. Pazarlamacılar, nasıl karar verdiğimizizi anlayarak ürünlerini çok daha verimli bir şekilde pazarlayabilirler. Baştan şişirilmiş fiyatlara sahip ürünlere, "büyük indirim" getiren ve mağazalarda yapılan bu indirimler buna örnek olarak gösterilebilir (Ekonomi Kitabı, 2013: 269).

1.5 DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ

Davranışsal Finans modelleri, rasyonel modellerin açıklayamadığı insan davranışlarını açıklamak üzerine geliştirilmiştir. İnsanların rasyonel olmadıkları ve piyasa aşırılıklarının başka türlü açıklanamadığı öne sürülerek geliştirilmiştir.

Davranışsal Finans modelleri, etkin piyasalar hipotezinin geçerli olmadığını savunmaktadır. Yani davranışsal finans modelleri, hisse senedi piyasalarında oluşan aşırı ve düşük reaksiyon anomalilerini açıklamak üzerine geliştirilmiştir.

Davranışsal finans modelleri, etkin piyasalar teoreminin geçerli olmadığını savunmaktadır. Bu konu üzerinde son yıllar içerisinde birçok çalışma yapılmış ve üç model öne çıkmıştır. Bu modeller; (1) Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in 'temsili yatırımcı – representative agent' modeli, (2) Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)' in aşırı güven ve yanlı kendine atfetme ve (3) Hong ve Stein (1999)'un 'İnteraktif İlişki' üzerine kurulu modellerdir (Barak, 2008: 176).

1.5.1 Temsili Yatırımcı-Representative Agent Modeli

(Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998), psikolojik bulgular üzerine kurulu bir temsili yatırımcı (representative agent) modeli geliştirmişlerdir. Model hisse bazında bir anomaliyi açıklamak üzere geliştirildiğinden, yatırımcıların karar verirken dikkate aldığı değişken olarak şirket karları alınmıştır. Yatırımcılar, şirket karlarının ilk başlarda ortalamaya dönme eğilimi göstereceğine, bir süre sonra ise trende girdiğine inanmaktadır. Yatırımcıların kafasındaki bu değişmeli rejim algılaması (regime switching process) bir Markov süreci olarak modellenmiştir. Yetersiz reaksiyon, yatırımcılar karlarda bir yönde değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine inandıklarında; aşırı reaksiyon ise artarda birkaç aynı yönde sürprizden sonra, bir trend başladığına inandıklarında oluşmaktadır (Ülkü, 2001: 106-107).

Bu modelde temsili yatırımcı, muhafazakârlık (conservatism) ve temsil edilebilirlik yanlılığı (representativeness) olmak üzere iki tip yargı hatasına düşmektedir.

Muhafazakârlık; yatırımcıların yeni bulgu ve belgelerle karşılaştığında, daha önceden inandığı inanç ve tutumlarını kolay kolay değiştirmeme eğilimidir.

Temsil edilebilirlik yanlılığı ise; yatırımcıların yargıya varırken en son en fazla göze çarpan ve olağan dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesi ve dağılımın istatistiki özelliklerini göz ardı etmesidir (Barak, 2008: 176).

(Barberis, vd., 1998), yetersiz reaksiyonu muhafazakârlık, aşırı reaksiyonu da temsil edilebilirlik yanlılığı olarak açıklamışlardır.

1.5.2 Aşırı Güven ve Yanlı Kendine Atfetme

(Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998), iki psikolojik bulgu üzerine kurulu bir teori geliştirmişlerdir. Söz konusu iki bulgudan birincisi, “**aşırı güven**” (overconfidence) yani yatırımcının sahip olduğu özel bilgiye aşırı güven duymasıdır. Söz konusu ikinci bulgu ise, yatırımcının kendi bilgisine olan güveninin, yatırım performansının bir fonksiyonu olarak değişmesine yol açan “**yanlı kendine atfetme**” (biased self-attribution) eğilimidir. Bu modelde, özel bilgi sahibi aşırı güvenli (overconfident informed) yatırımcılar, rasyonel fakat özel bilgiye sahip olmayanlara (rational uninformed) karşı alım-satım yaparken, kendi özel enformasyon sinyallerine gereğinden fazla ağırlık vermekte, böylece fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine sebep olmaktadır. Yatırımcılar, kazandıkça güvenlerini yukarı yönde revize ettiklerinden, yani kendi görüşlerini doğrulayan bir bilgi açıklandığında güvenleri daha da arttığı için aşırı reaksiyon da artmaktadır (Ülkü, 2001: 107).

Uzun dönemde bu süreç eninde sonunda bir düzeltme ile sona ermektedir. Bu, negatif oto korelasyona neden olmaktadır. Bu düzeltme süreci yavaş da olabilmektedir. Bu yavaş süreç, düzeltme periyodu dahilinde ayrı bir pozitif oto korelasyon ile sonuçlanmaktadır (Daniel vd., 1998: 1839-1840).

Bu modelin ana teması, hisse senedi fiyatlarının kişisel özel bilgilere aşırı reaksiyon ve kamu sinyallerine ise düşük reaksiyon gösterdiği ile ilgilidir. Aşırı reaksiyon kişisel özel sinyallerden doğmaktadır. Aşırı reaksiyon, hisse senedi getirilerindeki uzun dönem negatif oto korelasyonla ilgilidir. Eksik/yetersiz reaksiyon ise kamuoyu sinyallerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Barak, 2008: 185).

1.5.3 İnteraktif İlişkiler Modeli

(Hong & Stein, 1999)’in İnteraktif İlişkiler Teorisi, aynı amacı paylaşmakla birlikte önceki iki teoriden farklı olarak, temsili yatırımcının psikolojisi değil, heterojen yatırımcıların arasında interaktif ilişki üzerine kurulmuştur. Modelde; “haber avcıları” (newswatchers) ve momentum yatırımcıları olmak üzere her ikisi de sadece bir tür bilgi kullanabilen sınırlı rasyonel iki tip piyasa oyuncusu bulunmaktadır. Haber avcıları (temel analist olarak düşünülebilir), gelecekte var

olacak kamuya açık bilgi setine ilişkin özel olarak aldıkları bilgileri kullanarak tahmin yapabilmektedir. Haber avcıları mevcut ya da geçmiş fiyatları bir bilgi kaynağı olarak kullanamamaktadır. Haber avcılarının varlığında, yetersiz reaksiyon görülebilmekte, fakat asla aşırı reaksiyon olmamaktadır (Ülkü, 2001: 110-111).

(Hong & Stein, 1999) modellerinde uygulanan sınırlı rasyonellik, hem uygulanabilir hem de akılcı ve yol gösterici olması ve böyle bir sınırlı rasyonelliğin, arbitrajcılara momentum stratejileri ile alakalı geniş bir güven vermesi nedeni ile gerçek dünya ile tutarlılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular, herhangi bir yatırımcı grubu için bilgiden/haberden kaynaklanan bir kısa dönem eksik reaksiyon varsa, (arbitraj stratejilerinin basit doğası gereği) uzun dönemde de nihai bir aşırı reaksiyonda olacaktır. Ayrıca çalışmada ilerleyen yıllarda daha ileri düzeyde olumlu kanıtların bulunabileceği de öngörülmektedir (Barak, 2008: 194).

1.6 GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS KARŞILAŞTIRMASI

Bilindiği üzere Geleneksel Finansın altyapısını Beklenen Fayda Teorisi (BFT) oluştururken; Davranışsal Finans'ın altyapısını ise Beklenti Teorisi (BT) oluşturmaktadır. Beklenen Fayda Teorisi, daha çok mantıksal çıkarımlar üzerinde dururken, Beklenti Teorisi ise daha çok gözlemlerden yola çıkarak sonuçlara gitmektedir.

Beklenen Fayda Teorisinde; insanlar istikrarlı, çok iyi tanımlanmış fayda fonksiyonlarını maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler olarak ele alınmaktadır. İnsan davranışlarının rasyonel birey modeli ile açıklanamadığı da psikolojide sıklıkla bahsedilmektedir. Piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınarak, aslında karar alma süreçlerinde psikolojik faktörlerin eklenmesiyle davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Çelik, 2013: 21-22).

Finans biliminde karar verme oldukça önemlidir. Risk ve belirsizlik altında karar verme davranışlarını inceleyen iki ana kuram; yatırımcı rasyonelliğini öne çıkaran geleneksel finans kuramları ve diğeri de karar verenlerin, birçok önyargının etkisi altında kaldığını öne süren davranışsal finans kuramlarıdır. Davranışsal finans, geleneksel kuramlara karşı çıkarak bireylerin sistematik olarak hata yaptığını ileri sürmektedir (Sezer, 2013: 1).

Yukarıdaki açıklamalardan yola çıkacak olursak, geleneksel finansın insan psikolojisini göz ardı etmesi ve davranışsal finansın bu psikolojik faktörleri de eklemesi sonucu davranışsal finans kabul görmektedir. Çünkü yatırımcılar her

zaman akılcı hareket etmemekte ve bazı dönemlerde aşırılıklara ulaşacak davranışlar sergilemektedir.

Belirsiz koşullar altında karar alma süreçlerine dair geleneksel yaklaşım bireylerin riskten kaçındığını, riski sevdiğini veya bunları umursamadığını varsaymaktaydı. Bu risk tercihleri, ilgili kişinin kazanç ve kayıp getiren risklerle karşı karşıya gelmesine göre söz konusu olacaktı. Ancak, davranışsal finans, kişilerin kazançla karşı karşıya geldiğinde riskten kaçındığını, ama kayıpla karşı karşıya olduklarında, riski tercih ettiğini belirtmektedir. Örneğin, 10 pound kaybetmedeki fayda kaybı, 10 pound kazanmadaki fayda kazancından daha yüksek görünmektedir. Aslında bütün bunlar, karar alma süreçlerinin sonuçları etkilemese de, seçimlere etki edebileceğini göstermiştir (Ekonomi Kitabı, 2013: 267).

İKİNCİ BÖLÜM

2 BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİ

Davranışsal finans, en çok bireysel yatırımcılarla ilgilenmektedir. Bu yüzden bu bölümde bireysel yatırımcılar ve yatırımları incelenmektedir.

2.1 YATIRIM ANALİZİ

Yatırım genel olarak, yatırım yapılacak varlık belirlendikten sonra söz konusu varlık satın alınarak, gelecekte kar elde etmek için yapılmaktadır. Bu yüzden aslında yatırım bir zaman meselesi olmaktadır. Sabretmek, yatırımın karlı bir şekilde nakde dönüşmesi için en temel bileşen olarak karşımıza çıkmaktadır. Doğru yatırımı bulmak ve doğru zamanda almak yatırım açısından paha biçilmez bir bileşen olarak görülmektedir. Doğru yatırımı bulmak temel analiz sayesinde mümkün olurken, doğru zamanda almak teknik analizin konusuna girmektedir.

“Nasıl bu kadar ahmak olabildim?” Eğer kendinize bu kadar öfkeli bağırمامışsanız, siz bir yatırımcı değilsiniz demektir. Yatırım yapmak kadar, akıllı insanlara kendilerini budala hissettiren başka bir şey yoktur. Bir alet veya makineden en iyi performansı elde edebilmek için onun nasıl çalıştığı hakkında bilgi sahibi olmak gerekir. Benzer şekilde aklınızı etkin bir biçimde kullanmadan servetinizi de arttırmamız mümkün değildir (Zweig, 2011: 11).

Yatırım; maddi veya manevi çıkar, kar, kazanç sağlamak için önceden yapılan harcama olarak tanımlanabilmektedir. Yatırım, bir kerede yapılabilen veya çeşitli zamanlara yayılarak da yapılabilir. Aynı durum, yatırım getirisinin tahsil edilmesinde de söz konusu olmaktadır. Yatırım, aynı zamanda, sahip olunan paranın değerini kaybetmesi riskinden korunma veya ödünç para ile yatırım yaptıktan sonra borcu faizi ile birlikte geri ödeyip kar etme gibi çeşitli amaçlarla yapılabilir (Özerol, 2013: 137).

Piyasaların mantığı ve tarihi, bize herşeyin günlük güneşlik olduğu dönemde yatırım getirilerinin en düşük düzeyde seyrettiğini göstermektedir. İstikrar ve refah yüksek varlı fiyatları demektir. Getiriler ve fiyatlar arasındaki ters ilişki nedeniyle de, sonuç müstakbel getirilerin düşüklüğü olmaktadır. En yüksek getiriler ise, tam tersine işlerin en tatsız olduğu dönemlerde mantıklı riskler alınarak elde edilmektedir. Ancak unutulmaması gereken konu, Ben Graham'ın on yıllar önce

işaret ettiği gibi, kar payı ödeme kabiliyetinden bağımsız olarak, fiyatının kısa süre içerisinde artacağı umuduyla bir hisse senedinin satın alınması da yatırım değil, spekülasyondur (Bernstein, 2005: 41-75).

2.1.1 Yatırımcı ve Yatırımcı Türleri

Yatırımcı, en genel tanımıyla yatırımı yapan kişidir. Yatırımcılar daha önce sözü edilen risk algılamalarına göre yatırımlarını yapmaktadırlar. Yatırımcılar, bu yatırımlarını yaparken, bekledikleri kar oranını, bekledikleri zamanda almayı beklemektedirler. Yatırımcıların yatırımları hakkında bilgi sahibi olmaları, para kaybetmemeleri açısından çok önem taşımaktadır.

Hisse senedi piyasasında yatırımcılar, iki yatırımcı grubundan oluşmaktadır. Bunlar; borsayı yükseltmek isteyen eğilimi ifade etmek üzere, “boğa tipi” yatırımcıyla, borsadaki fiyatların düşeceğini tahmin eden ve satış yapan eğilimi ifade eden “ayı tipi” yatırımcılardır. Tek tek bireylerden oluşan yatırımcılar, içinde buldukları psikolojik eğilimlerine göre, ayı ya da boğa topluluklarının doğal üyesi olmaktadır. Sermaye piyasasında bu iki topluluğun varlığı, yatırım faaliyetinin kuralları çerçevesinde, bir çatışma durumunun oluşmasına yol açmaktadır. Bu çatışma esnasında, o anda piyasada fiyatların aşağı ya da yukarı yönde hareket etmesine neden olmaktadır (Barak, 2008: 30).

Aşağıdaki tablo bize ülkemizdeki yatırımcı sayısı hakkında bilgi vermektedir.

Yatırımcı Sayısı	2012	2013	2014/02	%Δ*
Pay Senedi Yatırımcı Sayısı	1.088.566	1.110.408	1.109.129	-0.1%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.810.015	2.768.108	2.747.740	-0.7%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	193.618	166.558	173.715	4.3%
Varant + Sertifika Yatırımcı Sayısı	1.945	3.306	3.216	-2.7%

*Yüzdesele değişimi ifade etmektedir.

Şekil 2-1 Yurtiçi Yatırımcı Sayısı

Kaynak: TSPAKB Piyasa Verileri. (2014, 04 30). <http://www.tspakb.org.tr>: <https://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> adresinden alındı.

Hisse senedi piyasasında yatırımcıları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere ikiye ayırabiliriz. Ayrıca küreselleşmenin etkisi ile birlikte yabancı yatırımcılar da önem kazanmıştır.

2.1.1.1 Bireysel Yatırımcılar

Bireysel yatırımcılar ‘kendi nam ve hesaplarına işlem yapan göreceli olarak küçük çapta işlem yapan yatırımcılardır’ (Karan, 2011: 709). Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere; bireysel yatırımcılar kurumsal yatırımcılardan çok farklıdır. Çünkü bireysel yatırımcılar güncel piyasa bilgilerine göre hareket etmekte ve kendi fikirlerine göre yatırım yapmaktadırlar. Yani, bireysel yatırımcılar yatırım kararlarını alırken, kişisel etkenlerinden çok fazla etkilenmektedirler.

Aşağıdaki şekilde yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihleri gösterilmiştir.

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri	2011	2012	2013/09	%Δ*
Milyon TL				
TL Mevduat	417.299	470.711	529.928	12,6%
DTH	180.689	186.935	225.324	20,5%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	39.672	49.077	59.988	22,2%
DİBS	67.087	73.006	72.521	-0,7%
Euro Bond	6.437	5.868	5.956	1,5%
Yatırım Fonları	26.605	30.176	31.112	3,1%
Repo	1.355	3.874	3.214	-17,0%
Emeklilik Yatırım Fonları	14.345	20.346	24.273	19,3%
Hisse Senetleri	53.072	73.083	77.310	5,8%
Toplam	806.525	913.056	1.029.626	12,8%

*Yüzdesel değişimi ifade etmektedir.

Şekil 2-2 Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri

Kaynak: TSPAKB Piyasa Verileri. (2014, 04 30). <http://www.tspakb.org.tr:https://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> adresinden alındı.

Karan'a (2011: 709) göre bireysel yatırımcıların riski algılamak açısından özellikleri şöyle sıralanabilir.

- Kurumsal yatırımcı riski, getirilerin standart sapması olarak değerlendirirken; bireysel yatırımcı riski, para kaybetmek ya da rahatsız edici bir şey yapmak olarak değerlendirmektedir.
- Bireysel yatırımcıların çoğu bilinmeyenden korkma özelliği taşımaktadır. Bilmedikleri bir araçla ilgili olumsuz haberleri abartırlar.
- Bireysel yatırımcıların birçoğu daha önce zarar ettiği hisse senedine ya da başka bir araca yatırım yapmaktan korkarlar.
- Zıt pozisyon almaktan kaçınarak, popüler araçlara yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünürler.
- Yatırımcılar, geçmişte olmuş risklerle, gelecekteki potansiyel riskleri birbirine karıştırma eğilimindedir.

Bireysel yatırımcılara ilişkin diğer bir husus ise; piyasa zamanlamasıdır. Piyasa zamanlaması (market timing), elde tutulan hisselerdeki artışın veya azalışın, piyasalardaki artış ve azalışın önce gerçekleştirilmesidir. Son dönemlerde gerçekleştirilen deneysel çalışmalar; temettü ödemeleri, faiz oranları ve diğer döngüsel faktörler (cyclical factors) kullanılarak, hisse getirilerinin kısmen tahmin edilebilir olduğunu ortaya koymaktadır (Döm, 2003: 159).

2.1.1.1 Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar ellerinde tuttıkları fonların büyüklüğü ve bunların bir kısmı ile ikincil piyasalarda menkul kıymet alım-satımı yapmalarına bağlı olarak, ikincil piyasalarda istikrar sağlayıcı bir rol üstlenebilmektedirler. Bu da ancak, aşırı değerlenmiş ya da aşırı değer kaybetmiş hisse senetlerinin alım ya da satımı ile mümkün olmaktadır. Alım ya da satımı yapılan hisse senedinin piyasadaki fiyatının oluşmasında kurumsal yatırımcıların katkısı büyük olmaktadır (Barak, 2008: 42).

Ancak kurumsal yatırımcıların fonlarının büyüklüğünden ötürü, piyasanın daha çok istikrarsızlaşmasına neden olmaması gerekmektedir.

(Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1992)'e göre; kurumsal yatırımcıların, hisse senedi fiyatlarına olan etkilerine ilişkin iki ekstrem yaklaşım ve bu iki yaklaşıma göre ortalama üçüncü bir görüş söz konusudur. İlk görüşe göre, kurumsal yatırımcılar varlık fiyatlarını istikrarsız hale getirmektedir. Uzun vadeli fiyat dalgalanmasını arttırarak, fiyatların temel değerlerden uzaklaşmasına neden

olmaktadır. Herhangi bir kurum, birçok bireyin elinde bulundurduğu hisse senetlerine göre daha fazla hisse senedini ellerinde bulundurmakta ve buna bağlı olarak işlem hacmi de büyük olmaktadır. Bu nedenle de kurumsal talepteki dalgalanma, bireysel talepteki dalgalanmaya göre hisse senedi fiyatları üzerinde daha büyük etkiye sahiptir. Daha da önemlisi, bu sürü davranışı ile birleştiğinde şiddetlenebilmektedir (Döm, 2003: 160).

Bu görüşün ikinci varsayımı ise, kurumların stratejileri, temel verileri esas alan bir eğilim olmayacaktır. Bunun nedeni ise, para yönetimindeki vekâlet problemleridir. Para yöneticileri temel verileri esas almayan teknik analiz ve başka geribildirim işlemler gibi, kısa vadeli stratejiler izleyebilmektedir. Bu görüşün tamamen aksi bir görüş ise; kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcıların fikirlerindeki tamamen hesaba katan rasyonel ve soğukkanlı yatırımcılar olduğunu öne sürmektedir. Kurumsal yatırımcılar, profesyonel para yöneticilerinin rehberliği kadar, çok çeşitli analiz ve raporlarla karşı karşıyadır. Bu anlamda kurumlar, temel verileri kullanmak için daha iyi durumdadırlar (Döm, 2003: 162).

Aşağıda kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğü gösterilmiştir.

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon TL	2012	2013	2014/03	%Δ*
A Tipi Yatırım Fonları	1.558	1.761	1.736	-1.4%
B Tipi Yatırım Fonları	28.258	28.137	27.388	-2.7%
Emeklilik Yatırım Fonları	20.297	26.230	28.136	7.3%
Borsa Yatırım Fonları	426	184	198	7.4%
Yatırım Ortaklıkları	746	782	810	3.6%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	15.836	16.809	18.882	12.3%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	849	954	957	0.2%
Toplam	67.970	74.857	78.107	4.3%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4.4%	4.9%	5.0%	A.D.

*Yüzdesel değişimi ifade etmektedir.

A.D. Anlamı değil

Şekil 2-3 Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü

Kaynak: TSPAKB Piyasa Verileri. (2014, 04 30). <http://www.tspakb.org.tr:https://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> adresinden alındı.

2.1.1.2 Yabancı Yatırımcılar

Özellikle gelişmekte olan piyasalarda, yabancı yatırımcıların, yerel yatırımcılara kıyasla daha ileri analitik becerileri, yüksek sermayeleri ve endüstri

düzeyindeki yüksek bilgi düzeyi ile daha avantajlı bir durumda oldukları öne sürülmektedir (Döm, 2003: 164).

Yabancı yatırımcılar, bir ülke ve yatırımcıları açısından büyük önem arz etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bu, daha da önem kazanmaktadır.

(Ülkü, 2001: 128), yabancı yatırımcıların en yoğun alım işlemlerinin Kasım 1999'da gerçekleştiğini, İMKB Endeksinin en büyük çıkışını ise bilginin kamuya ulaştığı Aralık 1999'da yaptığını biliyoruz. Bu da piyasanın yabancıların işlemlerinin içerdiği bilgiye yetersiz reaksiyon olarak göstermesi olarak değerlendirilmiştir.

Aşağıdaki şekilde yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri gösterilmiştir.

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2011	2012	2013/09	%Δ*
Pay Senedi	86.096	139.613	122.109	-12,5%
DİBS	67.530	101.718	116.928	15,0%
Euro Bond	767	814	939	15,3%
Mevduat	24.969	33.497	45.436	35,6%
Toplam	179.362	275.642	285.411	3,5%

*Yüzdesel değişimi ifade etmektedir.

Şekil 2-4 Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri

Kaynak: TSPAKB Piyasa Verileri. (2014, 04 30). <http://www.tspakb.org.tr:https://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> adresinden alındı.

2.1.2 Yatırım Araçları

Özellikle türev piyasaların gelişmiş olduğu, gelişmiş ülkelerde yatırım araçları çok daha fazla ve çeşitlidir. Aşağıda sayılan yatırım araçlarının yanında finansal olmayan, fakat özellikle ülkemizde bir yatırım aracı olarak kullanılan gayrimenkul (arsa, ev, dükkân vb.) yatırımları vardır. Ülkemizde insanlar gayrimenkul yatırımını da bir yatırım aracı olarak kullanmaktadırlar (Erdoğan, 2004: 38).

Finansal olmayan yatırım araçları da bulunmaktadır. Örneğin, 18.yüzyıla ait büyük bir eser, onu yapan sanatçıdan 100 dolara satın alınmış ve 350 yıl sonra 10.000.000 dolara satılmış olsa bile, getirisi yalnızca yılda %3.34 olmaktadır. İdeal olan bir tablonun, tıpkı bir ev gibi ne spekülasyon ne de bir yatırım olmasıdır. Bu sadece bir alım niteliği taşımaktadır. Değeri yalnızca bugün ve gelecekte

sağlayacağı haz ve yarardan ibaret olmaktadır. Yani, tablonun sağladığı kar payı finansal olmayan türdendir (Bernstein, 2005: 75).

Her ne kadar bir çok akademisyen ve piyasa profesyoneli kabul etmese de altın da çok önemli bir yatırım aracı olmaktadır. Hatta altın insanoğlunun en eski yatırım araçlarından biridir. Finansal enstrümanların çok bilinmediği veya gelişmediği toplumlarda, altın yatırımı çok önem kazanmaktadır. Özellikle güvenli liman tanımlaması ile altın, kriz dönemlerinde çok fazla tercih edilmektedir.

Aşağıda en çok bilinen yatırım araçları verilmiştir.

2.1.2.1 Banka Mevduatı

Arapça kökenli olan mevduat kelimesi, tevdi kelimesinden türemiştir. Tevdi ise bir şeyi bir yere emanet olarak bırakmaktır. Tevdi söz konusu iken her şeyi açık ve kapalı olarak bırakılması söz konusu olurken, mevduat sadece paranın tevdi edilmesini kapsamaktadır. Yani mevduat, “istenildiği anda veya belirli bir süre sonunda geri alabilmek üzere bankaya tevdi edilen paraları” ifade etmektedir (Kılıç, 2012: 318).

Bankalara ve benzeri kredi kurumlarına belli bir vadeye ya da ihbar süresi sona erdiğinde veya istenildiğinde çekilmek üzere yatırılan paralara mevduat denmektedir. Ülkemizde 24 Ocak 1980 kararlarından sonra para piyasasında reel faiz politikası benimsenmiş ve bankalar mevduat faizlerini enflasyon oranında ya da bir iki puan üzerinde tespit etmeye başlamışlardır. Bankalarda açılan mevduat hesapları; bir, üç, altı ay ve yıllık olmaktadır. Anapara ve faiz geliri ancak vade bitiminde tahsil edilebilecektir (Ceylan & Korkmaz, 2013: 65).

Mevduat hesapları, vadeli mevduat hesapları ve vadesiz mevduat hesapları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Vadesiz mevduat hesapları faiz ve kar elde etmek amacı taşımayan kişilerin ve şirketlerin günlük para akışlarını sağladıkları hesaplardır. Bir yatırım amacı olma özelliği taşıyan vadeli mevduat hesabı ise, belirli periyotlarda faiz geliri sunmaktadır. Vadeli mevduat hesapları da paranın çeşidine göre Türk Lirası veya Döviz Tevdiat Hesabı olarak açılabilmektedir.

Katılım bankalarının İslami esaslara göre hizmet vermelerinden dolayı mevduat hesaplarına faiz adı altında ödeme yapmamaktadır. Katılım bankalarında açılan hesaplara “katılım hesapları” denmekte ve yatırımcılara, faiz yerine kar payı vermektedirler.

Aşağıdaki şekilde ülkemizdeki banka mevduatlarının dağılımı gösterilmiştir.

Vadesiz	95.436 Milyon TL
1 aya kadar vadeli	66.110 Milyon TL
3 aya kadar vadeli	344.128 Milyon TL
6 aya kadar vadeli	21.469 Milyon TL
1 yıla kadar ve daha uzun vadeli	21.523 Milyon TL
Toplam	548.669 Milyon TL

Şekil 2-5 Banka Mevduatlarının Dağılımı

Kaynak: TCMB Bankacılık Verileri. (2014, 04 30). TCMB: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden alındı

15.02.2013 tarihinde 28560 sayılı Resmi Gazete’ de “Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları İle Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” yayımlanmış ve aynı gün yürürlüğe girmiştir. Türk Lirası, döviz ve kıymetli maden cinsinden tasarruf mevduatı hesapları her gerçek kişi için 100 bin Türk Lirasına kadar olan kısmı sigorta kapsamında olacaktır. Bu karar, mevduatı tercih etmesi açısından yatırımcıya büyük avantaj sunmaktadır.

2.1.2.2 Hisse Senedi

Hisse senedi alım satımı çok eski tarihlere dayanmaktadır. Bilindiği üzere İngiltere, Fransa ve Hollanda’da 300 yıldan daha uzun zamandır hisse senedi alım satımı yapılmaktadır.

Hisse senetleri, bir mülkiyet senedidir. Hisse senedine sahip olduğunda, hisse senedini çıkaran kuruluşa ortak olunmaktadır. Alınan hisse senedi, belirli bir sermaye oranında olmaktadır. Hisse senedi ile birlikte hisseye tanınan tüm haklardan yararlanılabilmektedir. Hisse senedi almadaki amaç, kar payı almak ve şirketin değer kazanmasından dolayı hisselerin fiyatının artmasının umulmasından kaynaklanmaktadır. Hisse senetleri, anonim şirketler tarafından ihraç edilmektedir.

(Sayılğan, 2010: 60) hisse senedini; esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri, şirket sermayesinin bir kısmını temsil eden menkul

kıymetler olarak tanımlamaktadır. Bu özelliğinden dolayı sahibine; şirket karından pay alma, şirket yönetimine katılma ve oy kullanma, tasfiyeden pay alma ve rüçhan (ön alım) hakları sağlar.

(Canbaş & Doğukanlı, 2007: 32) **hisse senetlerini**; “hisse senedi satın alanla ihraç eden kuruluş arasında ortaklık bağı oluşturan ve satın alana kardan pay alma, ihraç edene tasfiye anına kadar fonları kullanma hakkı sağlayan finansal bir varlık” olarak tanımlamışlardır.

Yatırım dönemi ve getirisi belirsiz, belirli bir risk taşıyan hisse senedi yatırımı yatırımcısına; yatırım yaptığı sektöre, seçtiği hisse senedine yatırım yaptığı ve hisse senedinin satışını yaptığı zamana bağlı olarak, sabit getirili yatırımlara oranla %100’ün çok üzerinde, %300 - %500 hatta %1000 gibi getiri sağlayabilmektedir (Civan, 2010: 80).

Ancak bu getirilere rağmen, yine de hisse senetleri hem karmaşık bir seçime sahiptir hem de belirsizlikler içermektedir. Bu nedenle her yatırımcı için uygun olmayabilir. Yine de uzun vadede en karlı yatırım araçlarından biri hisse senedi yatırımlarıdır.

Piyasa mantığı şunu öngörmektedir: “İyi şirketlerin hisse senetleri genellikle kötü, kötü şirketlerin hisse senetleri ise genellikle iyidir.”

Uzun yıllar boyunca çoğu ülkede, büyüme-değer karşılaştırması sorunu üzerine çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bunların tümü aynı şeyi göstermektedir: Çekici olmayan, getirisi düşük, güvensiz değer hisseleri; iyi kazançlı, çekici büyüme hisselerinden daha yüksek getiriye sahiptir (Bernstein, 2005: 66).

Aslında herkesin bildiği gibi, hisse senetleri ucuzken alınmalı ve fiyatı yükseldiğinde ise satılmalıdır. Ancak gerçekte olan böyle değildir. Fiyat yüksek olduğunda alınır ve fiyat düştüğünde satılır. Çok az yatırımcı, tam tersini yaparak para kazanmaktadır.

(TCMB Bankacılık Verileri, 2014)’ne göre; yurtdışında yerleşik kişilerin 18.04.2014 tarihi verisi ile 57.714 milyon dolar hisse senedi pozisyonları vardır. Bu pozisyon büyüklüğü, Borsa İstanbul’un % 62.34’üne denk gelmektedir. Yurt içinde yerleşik kişilerin yurtdışındaki hisse senedi yatırımları ise; Aralık.2013 itibari ile 227 Milyon ABD Dolarıdır. Bu yatırımın 95 Milyon ABD Doları Avrupa’ya; 126 Milyon ABD Doları ise Amerika’ya yapılmıştır.

Günümüzde gelişen sermaye piyasası araçları ile artık şirketlerin varantları da alınıp satılabilmektedir.

Varantlar geleneksel olarak, bir şirketten belirli sayıda yeni hisseler almak üzere şirket tarafından ihraç edilen haklar olarak tanımlanır (kullanım fiyatına dayalı olarak, kullanım süresi boyunca). Bu varantlar günümüzde “Hisse Senedi

Varantları” (Equity Warrants) olarak adlandırılır. Gerçekte bu varantlar, ihraççının (nihai) yükümlülüğünü alma hakkı vermektedir. Varantlar yatırımcısına; oy hakkı, kar payı hakkı gibi haklar vermezler. Ancak sadece yatırımcısına alma veya satma hakkı verirler (Türkmen, 2012: 3-6).

2.1.2.3 Döviz

Yabancı ülkelerin paralarına genel bir terim olarak “döviz” denmektedir. Döviz piyasaları da, yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir paraya dönüştürülmesine olanak tanıyan kurumsal yapılara denmektedir (Seyidoğlu , 2003: 78-79).

“Para ile para satın almak yatırım değildir” görüşünü ileri sürenlerin yanı sıra, dövizin bir yatırım aracı olduğunu düşünenler ve bu alanda birikimlerini değerlendirenler de bulunmaktadır. Türkiye’de 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar politikalarının uygulanmasıyla, döviz kurlarının değerinin oluşmasında gerçekçi bir yaklaşım benimsenmiştir. Yasal düzenlemelerle de, döviz alım-satımı ve taşınması serbestleştirilmiştir (Ceylan & Korkmaz, 2013: 67).

Yabancı para mevduatlar “Döviz Tevdiat Hesabı (DTH)” olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcılar, DTH ile hem kur artışından yararlanabilmekte hem de dövizlerine repo yaptırarak faiz geliri elde edebilmektedirler.

(TCMB Bankacılık Verileri, 2014)’ne göre bankalardaki zorunlu karşılığa tabi döviz tevdiat (DTH) 11.Nisan.2014 hesaplarına göre; ABD doları karşılığı toplam döviz varlıkları 169.207 milyon ABD Dolarıdır. Bu rakamın içerisindeki 48.223 milyon Euro, geri kalan dolar cinsindedir.

Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, ülkemizde en fazla talep gören yabancı paralar Euro (€) ve Amerikan doları (\$) olarak görülmektedir.

2.1.2.4 Tahvil-Bono

(Civan, 2010: 103) **Tahvil**’i; “devletin ya da özel sektörün borçlanarak, orta yada uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, ihraç ettikleri borç senetleri” olarak tanımlamıştır. Tahviller, genellikle sabit getirili kıymetler olup, hamili bakımından alacak hakkını, ihraççı kuruluş yönünden de borcu temsil eden senetlerdir.

Tahvil, yerel ve merkezi yönetimlerin ve firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardıkları uzun vadeli (bir yıldan daha uzun) bir borç senedi olarak tanımlanmaktadır. Firmalar tahvil ihraç ederek; düşük maliyet, vergi tasarrufu, finansal kaldıraçtan yararlanma, enflasyon nedeniyle anapara değerindeki azalma ve yönetimin paylaşılması gibi tüm borçlar için söz konusu olan üstünlüklere sahip olmaktadır. Yatırımcılar açısından tahvillerin getirisi ise, kuruluş tarafından periyodik olarak ödenen faiz oluşturmaktadır. Faizler genelde altı aylık periyotlar ile ödenmektedir. Ayrıca, üç aylık ve yıllık faiz ödeyen tahviller de piyasada mevcuttur (Kılıç, 2012: 305).

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere tahvil, yatırımcısına sabit gelir sağlayan bir yatırım türüdür. Tahvil, uzun vadeli bir menkul değer türüdür. 20-30 yıl vadeli tahviller de bulunmaktadır.

(Canbaş & Doğukanlı, 2007: 26) **Bono**; “yasanın emrettiği özel şekil koşullarını yerine getirerek borçlu tarafından düzenlenen ve belli bir tutarın, saptanan bir tarihte, belirlenen bir şahsa veya emrine kayıtsız şartsız ödeneceğini gösteren bir ticari senet” olarak olarak tanımlanmışlardır. Bonoyu düzenleyen borçlu kabul edilmektedir.

Finansman bonoları; ülkemizde 1980’li yıllardan sonra kullanılmaya başlanmıştır. Yine aynı şekilde bir menkul kıymet türüdür.

Finansman bonoları ise; ihraççıların, borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ederek, iskonto esasına göre sattıkları menkul kıymetlerdir. Finansman bonolarının vadesi 1 yıldan fazla olamamaktadır. Banka bonoları ise 60 günden az 1 yıldan fazla olamamaktadır. Yine aynı şekilde altın, gümüş ve platin bonolarının vadesi 60 günden az ve 1 yıldan fazla olamamaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 34).

Finansman bonusu da tahvillerde olduğu gibi, faiz, enflasyon ve ödenmeme risklerini içermektedir. Ancak, finansman bonolarında vadenin kısa olması nedeniyle, faiz ve enflasyon riskleri, tahvillere oranla daha az olmaktadır. Ödenmeme riski, garantili finansman bonoları için söz konusu olmamaktadır (Ceylan & Korkmaz, 2013: 59).

2.1.2.5 Repo

Repo, geri satın alma sözleşmeleri olarak da bilinmektedir. Kısa vadeli bir yatırım olma özelliği taşımaktadır. Repo, yatırımcılara bir gün gibi çok kısa vadelerle bile yatırım yapabilme olanağı sunmaktadır. Yatırımcılar arasında bu yatırıma “overnight” bir gecelik yatırım denmektedir. Bu yüzden de repo faiz

oranları piyasadaki en düşük faiz oranı olmaktadır. Repo getirileri de aynı mevduatların getirisi gibi %15 oranında stopaja tabidir.

Repo; bir menkul kıymetin, işlem başlangıç valöründe satılıp, bitiş valöründe geri alınmasını ifade etmektedir. Repoyu yapan taraf parayı kullanan taraf olmaktadır. Yani geri alma taahhüdü ile menkul kıymetin satımı söz konusu olmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 53).

(Civan, 2010: 8) Repo sözleşmelerini “devlet menkul kıymetlerini gelecek iş gününde geri satma vaadi ile yapılan gecelik satışlar” şeklinde tanımlamıştır. Gecelik repolarda işlem hacmi oldukça geniş olmaktadır. Repo sözleşmesinin fiyatı cari fiyat+ faiz olarak belirlenmektedir. Kredi gecelik olduğundan dolayı repodaki faiz oranı bankalar arası borç oranlarından düşük olmaktadır.

(TCMB Bankacılık Verileri, 2014)’ nin 18.04.2014 verilerine göre; yurtdışında yerleşik kişilerin portföyündeki repo miktarı 10.825 Milyon dolardır.

Ters repo ise; bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründe alınıp, bitiş valöründe geri satılması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Ters repo yapan taraf, parayı kullandıran taraf olmaktadır. Yani geri satma taahhüdü ile menkul kıymetin alımı söz konusudur (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 53).

Ters repo, Merkez Bankası tarafından kullanılmakta, bankalara geri satın almak koşulu ile Hazine Bonosu satmakta ve bu şekilde piyasadaki nakit çekmektedir.

2.1.2.6 Depo Sertifikaları

Depo sertifikalarının temsil ettiği yabancı menkul kıymetler, Kurul’a yapılacak kayda alınma başvurusu öncesinde, saklama kuruluşunda aracı kuruluş adına depo edilmektedir. Saklama kuruluşundan alınacak belge, Takasbank’ a teslim edilmekte ve Kurul’ca kayda alınmayı müteakip depo sertifikaları Takasbank tarafından aracı kuruluş adına çıkartılmaktadır (Canbaş & Doğanlı, 2007: 107).

Bu sayede depo sertifikaları yatırımcıların, yabancı hisse senetlerine yatırım yapabilmesine olanak tanımaktadır. Yabancı borsalardan doğrudan alım yapmak yerine depo sertifikaları aracılığı ile yatırım yapılabilmektedir.

2.1.2.7 Vadeli İşlem Piyasaları

Vadeli işlemler yüzyıllardır mevcuttur. Forward sözleşmeler, riski yönetmeye yardım etmek için kullanılmaktadır. Aslında vadeli işlem sözleşmeleri riski azaltmanın yanı sıra sigorta görevi de görmektedir. Fakat günümüzde bazı yatırımcılar, vadeli işlem piyasalarını geleceğe yönelik kumar oynama fırsatı olarak görmektedirler.

Vadeli işlem sözleşmeleri, standart sözleşmeler değildir. Sözleşmenin tarafları birbirini iyi tanıyan ve güvenen kişilerdir. Bu nedenle bu sözleşmelerin yerine getirilmesi tarafların iyi niyetine bağlı olmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri gelecekte oluşacak fiyatı belirlemeye yöneliktir. Spot piyasadaki fiyat ile farklılıklar kar veya zarar durumunu oluşturmaktadır. Mesela; belirli bir tarihteki spot fiyat, vadeli sözleşme fiyatından daha düşükse kar edilebilir; tam tersi durumda zarar edilmektedir.

Futures sözleşmelerinin, 16.yy'da Japonya'da pirinç fiyatlarındaki değişikliğin yarattığı risklerden kurtulmak amacıyla kullanıldığı bilinmektedir. 1636'da Hollanda'da lale soğanı için "tulip futures" sözleşmelerinin kullanıldığı değişik kaynaklarda bildirilmektedir. Forward sözleşmeler ise, Flaman tacirler tarafından 19.yy'dan bugüne kullanılmaktadır (Canbaş & Doğukanlı, 2007: 116).

Döviz üzerindeki türev araçları; döviz vadeli işlemleri, döviz gelecek işlemleri (futures), döviz opsiyonları (options) ve swaplardan oluşur. Bunlara mali türev (financial derivatives) denmesinin nedeni, bu sözleşmelerin değerindeki değişimlerin doğrudan sözleşmeden değil de dövizin bağlı olduğu piyasa koşullarındaki gelişmelerden kaynaklanmasıdır (Seyidoğlu, 2003: 180).

Vadeli piyasalar; Türkçe kaynaklarda, futures piyasalar, vadeli işlem piyasaları, türev piyasalar gibi isimlerle anılmaktadır. Bu piyasalarda varlıkları temsilen sözleşmeler alınıp satılmaktadır. Sözleşmelerin fiyatı sözleşmenin temsil ettiği varlığın fiyatından türetilen bir fiyattır. Vadeli piyasalara türev piyasalar denmesinin temel gerekçesi de bu türetilmiş fiyattır (Sayılğan, 2010: 27).

Vadeli işlemler pazarının büyümesine iki önemli neden gösterilmektedir. Bunlar korunma fonları (hedge funds) ve emtia fonlarının (long – only commodity funds) bu piyasalardaki işlemleri olarak gösterilebilir. Korunma fonları getiri ve risk yani çeşitlendirme üzerine odaklanmakta ve bu amaçla vadeli işlemlere yatırım yapmaktadırlar. Korunma fonları daha çok hisse senedi kontratlarına yatırım yaparken; emtia fonları ise, emtia kontratlarına yatırım yapmaktadırlar (Canbaş & Doğukanlı, 2007: 117).

2.1.2.8 Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon kavramı; eski Yunan ve Roma'da bilinmesine rağmen gerçek anlamda ilk uygulamaları 17. Yüzyılda Hollanda'da başlayan lale çılgınlığı olarak gösterilebilmektedir. Hollanda'da 1636 krizi ile birçok spekülâtör iflas etmiştir. 19. Yüzyılda özellikle tarım ürünlerinde alım ve satım opsiyonları İngiltere ve ABD'de başlamıştır. Hisse senedi ile ilgili opsiyonlar ise, tezgâh üstü borsalarda 1973 yılına kadar işlem görmüşlerdir. Chicago Board Options Exchange (CBOE) ilk kez 26.04.1973 tarihinde, 16 standart opsiyon sözleşmesi ile hizmete girmiştir. Söz konusu borsada ilk satım opsiyonu 03.06.1977 tarihinde, ilk endeks opsiyonu ise 11.03.1983 tarihinde işlem görmeye başlamıştır (Karan, 2011: 611).

(Seyidoğlu , 2003: 197) “Genel bir kavram olarak **opsiyon** (option), bir mali varlık veya malın sabitleştirilmiş bir fiyattan belirli bir vadede, (vade sonu tarihinde veya vade içerisinde) alma veya satma hakkı” olarak tanımlamaktadır. Opsiyon Latince bir sözcük olup seçme, seçim, tercih gibi anlamlara gelmektedir. Bu tanımda vurgulanması gereken bir opsiyonun uygulanmasının zorunluluk olmayıp bir tercih konusu olmasıdır.

(Canbaş & Doğukanlı, 2007: 131)'a göre **opsiyon**; “opsiyon alıcısına bir malın önceden belirlenen koşullarla alma ve satma hakkını (yükümlülüğü hariç) bir fiyat (prim) karşılığında veren, yasal olarak bağlayıcı bir kontrat” şeklinde tanımlamışlardır.

Opsiyonlar, opsiyon alıcısına opsiyon primi karşılığında opsiyon vadesinde, anlaşılan uygulama fiyatından (strike price) herhangi bir finansal varlığı alma (call opsiyonu) veya satma (put opsiyonu) hakkı veren finansal enstrümanlardır. Fakat opsiyonlar yükümlülük getirmemektedir. Yani opsiyon hakkı alan tarafın, hakkı kullanma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Fakat buna karşın, opsiyonu satan tarafın opsiyon şartlarını yerine getirme yükümlülüğü bulunmaktadır (Akçay, vd., 2012: 164).

Yatırımcıların, opsiyon sözleşmelerini tercih etmelerinin en önemli nedeni; opsiyonların uygulama yönünden sağladığı esnekliktir. Eğer vade sonunda piyasadaki kurlar işlemi yapan açısından daha uygun ise sözleşme uygulanmaz ve uğranılacak kayıplar yalnızca sözleşme primi ile sınırlı kalır (Seyidoğlu, 2003: 254)

Opsiyonlara bir örnek vererek açıklayalım. Bir şirket 1.000.000 ABD Doları tutarındaki kredisini üç ay sonra kapatacaktır ve bugünden alacakları kuru sabitlemek istemektedir. Bankasından üç ay vadeli opsiyon için fiyat teklifi alır. Banka ise, cari kur 1,5000 TL/\$ iken; opsiyon kuru olarak 1,6250 TL/\$ ve opsiyon primi olarak da % 4.95 vermiştir. Şirket anlaşmayı kabul etmiş ve 1.000.000 ABD Dolarını 1,6250 TL/\$ kurundan satın alma hakkına sahip olmuştur. Toplam prim

tutarı 74.250 TL ve dolar başına düşen prim tutarı 0,0743 TL olmuştur. Başa baş kur ise 1,6993 TL/\$ olmuştur. Başa baş kur fiyatı şirketin üç ay sonra satın alacağı Dolar için maksimum fiyat olmaktadır.

Eğer kur 1,6250 TL/\$ üzerinde ise, şirket opsiyon hakkını kullanacak ve döviz opsiyon sözleşmesi kapsamında bankadan satın alacaktır. Eğer 3 ay sonraki kur 1,6250 TL/\$ tutarının altında olursa, şirket opsiyon hakkını kullanmayıp döviz cari kur üzerinden piyasadandan satın alacaktır (Kılıç, 2012: 428-429).

2.1.2.9 Yatırım Fonları

Profesyonel olmayan bir yatırımcı, yatırım fonları aracılığı ile hem profesyonel bir fon yönetimi alacak hem de risk yönetimi konusunda bu fonların avantajlarından yararlanacaktır.

Yatırım Fonları 3794 sayılı Kanunun değişik 37. Maddesinde şöyle tanımlanmıştır. Bu Kanun hükümleri uyarınca “halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına Yatırım Fonu” adı verilir. Yani Yatırım fonları; “küçük tasarruf sahiplerinden toplanan tasarrufların belirlenen amaçlar doğrultusunda risk dağıtma ilkesine göre uzman kadrolarca portföy oluşturularak yönetilmesidir” şeklinde de tanımlayabiliriz (Civan, 2010: 45).

Yatırım Fonları A Tipi ve B Tipi olmak üzere iki şekilde kurulabilir. A Tipi yatırım fonları portföylerinin en az aylık ortalama bazda, %25’i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşmaktadır. B Tipi yatırım fonlarında böyle bir sınırlama bulunmamaktadır. A ve B Tipi Fonların arasındaki en önemli fark A Tipi fonlara vergi avantajı sağlanmasıdır. B Tipi yatırım fonları, portföy işletmeciliği kazançları üzerinden %10 gelir vergisi kesintisi yapmaktadırlar. Yani; B tipi yatırım fonlarında, bir önceki güne göre portföyde oluşan değer artışının %10’u vergi olarak kesilirken; A Tipi yatırım fonlarında bu oran %0’dır (Sayılğan, 2010: 38).

A Tipi yatırım fonları belgeleri, menkul kıymet sayılmakta ve borsada işlem görmektedir. B Tipi yatırım fonları menkul kıymet sayılmamakta ve borsada işlem görmemektedir. B Tipi fonlar az oranda ya da hiç hisse senedi barındırmayan ve tahvil ağırlıklı fonlardır (Başoğlu , vd., 2001: 101).

Yatırım fonları, içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıdaki türlerde kurulabilir (Özerol, 2013: 117-118).

1. Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;

- i. Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılmış fonlar TAHVİL VE BONO FONU,
- ii. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortakların hisse senetlerine yatırılmış fonlar HİSSE SENEDİ FONU,
- iii. Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırılmış fonlar SEKTÖR FONU,
- iv. İştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılmış fonlar İŞTİRAK FONU,
- v. Belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırılan fonlar GRUP FONU,
- vi. Yabancı, özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırılmış fonlar YABANCI MENKUL KIYMETLER FONU,
- vii. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılmış fonlar ALTIN VE DİĞER KIYMETLİ MADENLER FONU,

2. Portföyün tamamı;

- viii. Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri, fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar KARMA FON,
- ix. Vadesine 180 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar LİKİT FON,
- x. Portföy sınırlamaları itibari ile yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar DEĞİŞKEN FON,

3. Portföyünün en az %80'i devamlı olarak;

- xi. Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim payı değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar ENDEKS FON,
- xii. Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ya da kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar ÖZEL FON olarak adlandırılır.

Emeklilik yatırım fonu, şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığı şeklinde tanımlanmaktadır. Fon malvarlığı, rehin edilememekle birlikte teminat gösterilememektedir. Fon ayrıca üçüncü şahıslar tarafından haciz edilememekte ve iflas masasına dahil edilememektedir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 135).

Fon portföyü aşağıda belirtilen para ve sermaye piyasası araçları ile işlemlerinden oluşmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 136):

- Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat
- Borçlanma araçları (ters repo dahil) ile hisse senetleri
- Kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar
- Repo işlemleri
- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile varantlar
- Borsa para piyasası işlemleri
- Yatırım fonu katılma belgeleri
- Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları

2.2 YATIRIM STRATEJİLERİ VE YATIRIM STRATEJİLERİNİ ETKİLEYEN ETMENLER

Yatırımcılar, yatırım kararı alırken farklı risk algılamaları çerçevesinde zaman, para ve belki de en önemlisi bilgi kaynaklarını da dikkate alarak kendilerine yatırım stratejileri belirlemektedirler. Eğer yatırım stratejileri belirlemezlerse yatırımlarında kar yerine zarar görmeleri daha olası olmaktadır. Yatırım stratejileri; aktif yatırım stratejileri ve pasif yatırım stratejileri olarak ayrılmaktadır.

2.2.1 Aktif Stratejiler

Aktif strateji belirlenerek oluşturulan portföyler, sürekli olarak düzenlemeye tabi tutulmakta ve portföy sürekli olarak güncellenmektedir. Bu

nedenle pek çok yatırımcı bu stratejiyi benimsemektedir. Eğer aktif stratejileri benimserlerse piyasayı yenebileceklerine ve piyasanın sunduğu kazançtan daha fazlasını kazanacaklarını düşünmektedirler.

Bu bölümde aktif stratejiler incelenmektedir.

2.2.1.1 Temel Analiz Açısından Stratejiler

Temel analiz (fundamental analysis), objektif ve uzun vadeli bir analiz yöntemidir.

Temel analiz raporları; hisse senedi piyasasına yönelik olarak, sektörler ve şirketler hakkında araştırma ve analizleri içermektedir. Bu çalışmalarda; indirgenmiş nakit akım analizleri, karşılaştırmalı rasyo değerlemesi, net aktif değerleri gibi yöntemler kullanılmaktadır. Temel analiz, menkul kıymetlerin seçiminde kullanılan en yaygın teknik niteliği taşımaktadır. Çok fazla veri toplandığı için bu teknik, zahmetli bir teknik sıfatını taşımaktadır (Civan, 2010: 227).

Hisse senedi değerlemesinde temel analiz olarak bilinen bu yaklaşım; hisse senedi fiyatını etkileyen karlılık, likidite, finansal yapı, yönetim becerisi, rekabet gibi temel olguların analiz edilmesiyle, hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesine dayanmaktadır (Günak, 2007: 32).

Temel analiz; makro (ülke bazında) ve mikro (şirket bazında) olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir. Makro düzeyde genel ekonomi analizi yapılırken; mikro düzeyde firma analizi yapılmaktadır.

Genel olarak bilindiği şekliyle temel analiz, sadece bir şirkete ait mali tabloların incelenmesi anlamına gelmemektedir. Daha geniş bir anlam ifade etmektedir. Bu anlamda ele alınacak olursa aşağıdaki gibi ele alabiliriz (Erdoğan, 2004: 48).

- Ülkenin sosyo - ekonomik yapısı, askeri ve politik yapısı ve bu yapıların oluşturduğu risk olgusu.
- Ülkenin makro-ekonomik verileri ve dinamikleri (GSMH, Üretim Endeksleri, Döviz kurları vb.)
- Makro-ekonomik yapı içindeki sektörlerin (gıda, tekstil, sigorta, banka vb.) durumu ve stratejik sektörlerin yapısı

- İlgilenilen şirketin bilanço, gelir tablosu ve fon akım gibi mali tablolarının tümünün finansal açıdan incelenmesi ve değerlendirilmesi.

Temel analizciler, ilgilendikleri şirketlerin hisse senetlerinin “gerçek değeri” ni (intrinsic value) hesaplayıp, piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırmaktalar ve buna göre alım veya satım kararı vermektedirler. Bir hisse senedinin gerçek değeri, şirketin mali tablolardaki kalemlerin, şirket yönetiminin, geçmiş dönemdekine ek olarak, özellikle gelecekteki kar ve temettü rakamlarının ve çeşitli risklerin incelenip yorumlanması sonucu bulunmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 532).

Temel Analiz, halka açıklanan bilgilerden yararlanarak bir firmanın değerinin araştırılmasıdır. Temel analiz, firma ile ilgili halka açıklanan tüm bilgi, finansal tablo ve değerlendirmelere dayanmaktadır. Bu şekilde firmanın değerinin belirlenmesi söz konusu olabilmektedir. Temel analiz, tamamen gerçek bilgilere dayanmaktadır. Buna karşılık temel analize yöneltilen eleştiriler, bu analizin yatırımcıya gecikmeli olarak ulaşması ve temel verilerin bilanço makyajları ile zaman zaman gerçek durumdan uzaklaşması üzerine yoğunlaşmıştır. Bilanço verileri yatırımcılara 2-3 ay gecikmeli olarak ulaşmaktadır (Karan, 2011: 449).

2.2.1.2 Teknik Analiz Açısından Stratejiler

Teknik analiz yöntemini uygulayan yatırımcılar ise, geçmiş fiyat hareketlerinden faydalanarak, kısa vadede para kazanmayı amaçlamaktadırlar.

Teknik analizcilere göre temel analiz gereksizdir ve teknik analiz temel analizden daha önemlidir ve daha çok para kazandırmaktadır.

(Erdinç, 2004: 176)’a göre **teknik analiz**: “En temelde fiyat grafiklerini kullanarak, gelecekteki fiyat değişim trendlerini tahmin etmeye çalışan piyasa hareketleri çalışmasıdır.” Teknik analiz yapılırken çeşitli araçlardan yararlanılmaktadır. Bunlar; bar grafikler, mum grafikler gibi görsel araçlar olabileceği gibi, stokastik, momentum gibi gösterge (indikatör) denilen istatistiksel formüllere dayanan araçlar veya formasyonlar dediğimiz (üçgen, flama, bayrak, çanak vb.) gibi araçlar olabilmektedir.

(Günak, 2007: 30-31)’e göre teknik analiz ise, “herhangi bir hisse senedi, endeks, mal, döviz kuru yada vadeli işlem sözleşmesinin, daha önce piyasada gerçekleşmiş alım-satım fiyatlarının, genellikle grafik olarak kayıt edilmesi ve geçmişe ait olan bu verilerden gelecekteki trendi tahmin etme yöntemi” dir. Hisse senedi fiyatlarının gelecekteki yönü ve böylelikle bir hisse senedinin en uygun alım-satım zamanı tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

Dow Teorisine dayanan teknik analiz, geçmişte oluşmuş fiyat ve işlem miktarlarına bakarak, yarını tahmin etmeye çalışan bir analiz tipi olarak doğmuş ve yaygın kabul görmüştür. Modern teknik analizin dayandığı Charles Dow'un The Wall Street Journal gazetesinde, 1900-1902 yılları arasında yayınlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılan Dow Teorisi, teknik analizin en eskisi ve en çok araştırma yapılmış olanıdır (Karan, 2011: 515).

Teknik analiz, temel analizin baz aldığı birçok değişkeni veri olarak almamaktadır. Yine aynı şekilde insan psikolojisini de veri olarak kabul etmemektedir. Hisse senetlerinden kısa dönemde kar elde etmek isteyen yatırımcılar açısından teknik analiz, çok iyi bir karar verme aracıdır.

Teknik analizcilerinin varsayımları şunlardır (Ceylan & Korkmaz, 2013: 245):

- Hisse senetlerinin değeri, tamamen pazar arz ve talebine göre belirlenmektedir.
- Arz ve talebi etkileyen birçok faktör bulunmaktadır.
- Pay senetlerindeki dalgalanmalar, genellikle belirli bir trend şeklinde devam etmektedir.
- Trenddeki değişmelerin nedeni, arz ve talepteki kaymalar olmaktadır.
- Trend, genellikle kendisine ait olan hareketler nedeniyle kesintiye uğramaktadır.
- Trendin kritik noktalarında hisse senedinin fiyatını hisse senedinin hacmi etkilemektedir.
- Devam eden trendlerdeki değişmeler, arz ve talep arasındaki dengenin bozulduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. Bütün değişmeler, pazar tarafından keşfedilecek ve yine pazar tarafından düzeltililecektir.

Yatırımcılar çoğu kez grafikteki fiyat bilgisine dayanarak alım-satım yapmaktadırlar. En düşük veya en yüksek nokta, en son fiyat trendi ve uzun vadeli fiyat ortalaması gibi bilgiler, yatırımcıların muhakemesini etkilemektedir. Yatırımcılar, yukarı yönde uzun vadeli bir fiyat trendine işaret eden bir grafik gördüklerinde alıma daha çok meyilli olmakta, çünkü o trendi, geleceğe yansıtmaktadırlar. Aşağı yönde uzun vadeli bir fiyat trendi gördüklerinde ise, satmayı tercih etmektedirler (Peterson, 2012: 332).

2.2.1.3 Temettü Verimine Dayanan stratejiler

Yeni bilgi geldiğinde rasyonel yeniden değerlendirme söz konusu olabilmektedir. Örnek verecek olursak, bir arbitrajcının belli bir hisse senedinin gelecekte beklenen temettüsüne göre piyasanın aşırı değerlendirildiğine inandığını varsayalım. Bu arbitrajcı, pozisyonunu kapatmak üzere hisse senedini aldığı anda fiyat daha düşük olacağı beklentisiyle açığa satış yapacaktır. Bu bilgiye dayalı inancında yatırımcı haklı olsa bile riske maruz kalacaktır. Çünkü birdenbire kimsenin bilmediği bir bilgi gelebilir ve kar ve zarar doğabilir (Bayar, 2012: 46).

Temettü verimi, hisse başına yıllık temettü miktarının hisse senedinin piyasa değerine bölünmesi ile bulunmaktadır.

Bu konuda son zamanlar Borsa İstanbul aracılığı ile 2 endeks oluşturulmuştur. Yatırımcılar bu endeksleri takip ederek de strateji oluşturabilmektedirler.

Borsa İstanbul (BIST) Temettü Endeksi ve BIST Temettü 25 Endeksi olmak üzere iki temettü endeksi hesaplanmaktadır. BIST Temettü ve BIST Temettü 25 Endekslerinin hesaplanmasına 01.07.2011 tarihinde başlamıştır. Her iki endeksin başlangıç değeri 63.269.40'tır.

BIST Temettü Endeksi son 3 yılda nakit olarak temettü dağıtan şirketlerden oluşmaktadır. BIST Temettü 25 Endeksi BIST Temettü endeksinde yer alan ve değerlendirme günü itibari ile temettü verimlerine göre büyükten küçüğe yapılan sıralamada ilk 2/3'lük dilimde yer alan ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri en büyük 25 paydan oluşmaktadır. BIST Temettü ve BIST Temettü 25 Endekslerinin kapsamına ilişkin yapılan gözden geçirmeler sonucunda, endekslerin kapsamında yapılan dönemsel değişikliklerin geçerli olacağı Ocak-Haziran ve Temmuz-Aralık olmak üzere 2 dönem bulunmaktadır (Borsa İstanbul, 2014).

2.2.1.4 F/K Oranı Açısından Stratejiler

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı etkisi en tanınmış anomalilerden biridir. Şirketin son açıklanan verilerinden yola çıkılarak o anki mevcut F/K' sı üzerinden yatırım yapılabilir. Eğer mevcut F/K geçmiş oranlardan düşük ise hisse senedi getiri vaat etmektedir. Diğer bir yol ise, şirketin gelecekteki F/K oranı tahmin edilerek buna göre yatırım yapılabilir. Gelecekte oluşacak oran, şu anki veya geçmiş

oranlardan daha düşük olacaksa hisse senedinin yükseleceği düşünülerek yatırım yapılabilir.

Fiyat/kazanç (F/K) oranının değeri geçmiş verilerin ortalaması alınarak ya da aynı sektörde, benzer işletmelere ait katsayıların ortalaması alınarak hesaplanabilmektedir. Daha sonra işletmenin gelecek yıl elde edeceği hisse başına net kar belirlenerek, hisse senedi değeri hesaplanmaktadır (Canbaş & Doğukanlı, 2007: 488).

F/K oranı, fiyatın kaç katı olduğunu göstermektedir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, fiyat/kazanç oranı, yatırımcının bir birimkar beklentisi için hisse senedine ne kadar ödeme yapmak istediğini göstermektedir (Ceylan & Korkmaz, 2013: 236).

Bu yönteme göre;

$$\text{Fiyat} = \text{Pay Başına Kazanç (PBK)} * \text{F/K}$$

$$\text{F/K Oranı} = \text{Fiyat/PBK}$$

Hisse senetlerinin F/K oranları genellikle yatırımcıların büyüme beklentilerini yansıtmaktadır. İronik olarak F/K oranı düşük hisseler (dolayısıyla büyüme beklentileri de düşüktür) zaman içerisinde çoğu kez yüksek F/K'lı hisselerden daha iyi performans göstermektedir. Bu, değer yatırımının temel ilkelerinden biridir. Değer stratejilerinin iyi sonuç vermesinin bir nedeni, yatırımcıların düşük beklentilerinin çoğu kez olumlu sürprizlerle sonuçlanması, F/K oranı düşük hisselerle ilgili olumlu duyguların artması, F/K oranı yüksek hisselerin çok daha sık hayal kırıklığı yaratmasıdır (Peterson, 2012: 79).

2.2.1.5 Anomaliler Açısından Stratejiler

Hisse senedi fiyatları bazı zamanlarda farklı bir şekilde trend izlemektedirler. Bu da anomali (anomaly) tanımlaması ile açıklanmaktadır.

Hisse senedi getirilerindeki mevsimsellikleri belgeleyen “anomali” çalışmaları çok önem taşımaktadır. Özellikle Ocak ayında küçük şirketlerin hisselerinin getirileri, ortalama olarak diğer aylara nazaran daha yüksek olmaktadır. Sağlanan bu yüksek getiriler Aralık ayının son işlem gününde ve Ocak ayının ilk beş gününde elde edilmektedir. Getiriler her ayın son günlerinde ve tatillerden önceki günlerde oluşmaktadır. Günlük getiriler ise genellikle, gün başında ve sonunda oluşmaktadır (Başoğlu, vd., 2001: 186).

Günlere ilişkin anomali şeklinde açıklanan anomali, borsada işlem gören hisse senetlerinin, haftanın belirli bir günü veya günlerinde, daha yüksek veya düşük getiri elde edilmesidir.

Finans literatüründe, haftanın günü yada hafta sonu anomalisi denilince, hisse senedi getirilerinin haftanın ilk işlem günü olan pazartesi (bazı ülkelerde Salı) günlerinin sistematik olarak negatif getiri sağladığı akla gelmektedir. Haftanın günü anomalisine ilişkin çalışmalarda, hisse senedi fiyatları düzenli bir şekilde, Pazartesi günleri bir önceki güne göre düşmekte, Cuma günü ise bir önceki işlem gününe göre önemli oranda yükselmektedir. Yani ortalama getiriler, haftanın son işlem günü yüksek, haftanın ilk günü en düşük düzeyde olmaktadır (Barak, 2008: 128).

(Karan & Uygur, 2001) yaptıkları çalışmada ilk defa haftanın günleri etkisi firma büyüklüğüne göre oluşturulmuş portföylerle incelenmiştir. Bu çalışmada 1991-1998 dönemi itibari ile İMKB şirketleri firma büyüklüğüne göre 10 ayrı portföye ayrılarak incelenmiştir. Endeks bazında haftanın son üç günü anlamlı pozitif getiri vermektedir. En çok getiri Cuma günü elde edilmektedir. Pazartesi ve Salı günleri getirileri anlamsızdır. Çarşamba günü getirileri ise 10 portföyün 8'inde % 95'in üzerinde anlamlı sonuç elde edilmiştir. Bu sonuçlara göre İMKB'de anlamlı bir **hafta sonu etkisi** olmadığı anlaşılmaktadır.

Bu alanda yapılmış birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Bu yüzden söz konusu anomalinin, uluslararası bir anomali olduğu ortaya konmaktadır.

Aylara ilişkin anomali şeklinde açıklanan anomali, hisse senedi getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre farklı getiri getirip getirmemesidir. En fazla üzerinde çalışılan anomali, Ocak ayı anomalisidir. Ocak ayı anomalisinin bu kadar çok dikkat çekmesinin nedeni, Ocak ayında yatırımcılar hisse senetlerinden diğer aylara oranla çok farklı getiriler elde etmektedir.

Ocak ayı anomalisinin muhtemel nedenleri, yatırımcıların yılın son ayında vergiden kaçınmak amacıyla satış yapmaları ve bu avantajdan yararlandıktan sonra tekrar Ocak ayının ilk günlerinde alışı geçmeleri olarak gösterilebilir. Diğer neden olarak ise; kurumsal yatırımcıların ve yatırım fonlarının yılsonu bilançosunu daha iyi göstermek için kötü performans gösteren hisse senetlerini Aralık ayında satmalarıdır. Bu yüzden satılan hisseler Ocak ayında tekrar portföye alınmaktadır. Ocak ayı anomalisinin, küçük firmalardan kaynaklandığı bilinmektedir (Karan, 2011: 294).

Bu konu ile ilgili önemli bir çalışma (Ege, vd., 2012) tarafından yapılmıştır. Ocak ayı anomalisinin endekslerdeki varlığını sınavabilmek amacıyla 2001-2011 yılları arasında İMKB-50 ve İMKB-30 endeks kapanış fiyatları baz alınarak yapılmış ve analiz sonucunda 11 yıl içerisinde 6 yılda Ocak ayı anomalisi tespit edilmiştir. Ocak ayı anomalisinin en yüksek oranda gerçekleştiği yıl 2001 iken, en

düşük Ocak ayı anomalisinin saptandığı yıl ise 2008 olarak belirlenmiştir. Bu anomaliye sebep olan en önemli etkenler; yılbaşlarında piyasadaki para hacminin artması, vergisel nedenler ve haberlerin etkisi olarak gösterilmiştir.

2.2.2 Pasif Stratejiler (Passive Portfolio Management)

Pasif stratejilerde; pasif bir portföy kurulmakta ve çok az düzeltmeler yapılarak portföy uzun süre elde tutulmaktadır. Pasif stratejilere örnek olarak; satın al ve elde tut stratejisi, endeks içerikli fon stratejisi ve maliyeti ortalama stratejisi verilebilmektedir.

2.2.2.1 Satın Al ve Elde Tut Stratejisi (Buy and Hold Strategy)

Yatırım stratejilerinin en basiti olarak görülmektedir. Yatırımcıların istek ve ihtiyaçlarına uygun olarak bir veya birkaç menkul kıymetin seçilmesi ile başlamaktadır. Stratejide amaç, yatırım yapılan kıymetlerin elde tutma sürelerinin istenene eşit olmasıdır. Yatırım yapıldıktan sonra, bu süre sonuna kadar herhangi bir alış veya satış yapılmaması, stratejinin “pasif portföy yöntem” lerinden biri (Passive Portfolio Management) olarak sayılmasına yol açmaktadır.

Elde tutma sürecinde, piyasadaki fiyatların düşmesi durumunda dahi herhangi bir işlem yapılmamaktadır. Stratejide piyasadaki mevcut yatırım araçlarından hangisinin seçileceği ve alım-satım zamanlaması konusunda bir açıklık bulunmamaktadır. Bu konular yatırımcının bilgi ve becerisine bırakılmaktadır. Elde tutma süresi içerisinde, alım ve satımın sadece bir kez yapılması sebebi ile stratejide ödenen komisyon çok az olmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 528).

2.2.2.2 Endeks İçerikli Fon Stratejisi (Indexed Fund)

Aslında ayrı bir başlık halinde anlatılsa da, Endeks İçerikli Fonlar da “satın al ve elde tut stratejisi” dir.

Bu tekniğe göre, portföye dahil edilen fonlar yayınlanan bir endekse göre oluşturulmaktadır. Yani, endeks kapsamındaki hisse senetlerine, endeks içindeki ağırlıkları korunarak yatırım yapılmaktadır. Endeks piyasayı temsil ettiğine göre bu

endekse eşit bir getiri elde edilmektedir. İşletme riskini ortadan kaldıran en iyi çeşitlendirme, endeks fon stratejisidir. Endeks fonlarında işlem giderleri düşük olmaktadır. Bunun nedeni olarak, devir hızının düşük olması ve fazla kazanmak için daha fazla almak amacıyla masraf yapılmaması olarak gösterilebilir (Usta, 2012: 336).

Endeks içerikli fonların, genellikle “Etkin Piyasa Teorisi” ne (Efficient Market Theory) inanan kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulduğu gözlemlenmektedir. Bu strateji, uzun dönemde endekslerden daha iyi getiri elde edilemeyeceği ve endekslerin tüm piyasayı aynen yansıttığı varsayımına dayanmaktadır. Günümüzde, sabit getirili yatırım araçları (dolayısıyla bunlardan hesaplanan endeksler) için de, aynı mantıkla portföy (bond index fund) oluşturulması söz konusu olmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 529).

“Endeks İçerikli Fon” (indexed fund) oluşturmak, diğer bir portföy yönetim (daha doğrusu oluşturma) stratejisidir. Bu stratejide, endeks kapsamındaki hisse senetlerine, endeks içindeki ağırlıkları korunarak yatırım yapılmaktadır. Böylece piyasayı temsil ettiği varsayılan endekse eşit bir getiri elde edilmesi kesinlik kazanmaktadır. Endeks ile fonun getirileri arasında ufak bir sapmayla paralellik sağlanacaktır. Oluşturulan portföye yatırım yapıldıktan sonra, herhangi bir işlem yapılmaması, stratejinin pasif portföy yöntemlerinden biri olarak sayılmasına yol açmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 529).

2.2.2.3 Maliyeti Ortalama Stratejisi

Maliyeti ortalama stratejisi uzun dönemli bir düşünce ile yatırım yapılmasına dayanmaktadır. Stratejide amaç, uzun dönem boyunca küçük paralarla büyük bir portföy oluşturmaktır.

Analiz yöntemleri konusunda yeteri kadar bilgi sahibi olmayan yatırımcıların en çok kullandıkları yöntemlerden biri olarak görülebilir. Maliyeti ortalama stratejisi “Ne alınması gerekir?” sorusundan çok “Ne zaman alınması gerekir?” sorusuna cevap vermektedir. Belli dönemler için belli aralıklarla eşit tutarlı alımlar yapılmaktadır. Bir hisse senedinin fiyatı düşmeye başladığında düşen fiyatlardan alınmaya devam edilerek ortalama yapılmakta ve daha sonra fiyat yükseldiğinde kazanç sağlamak hedeflenmektedir (Usta, 2012: 338).

Yatırımcı tarafından belirlenen aralıklarla (aylık, üç aylık, yıllık gibi) piyasanın durumuna bakılmadan hisse senetlerine uzun bir süre boyunca hep aynı miktarda para yatırma esasına dayanmaktadır. Ülkemizdeki enflasyon oranı göz önüne alındığında para miktarını TL yerine, bu yöntemin orijinalinde olduğu gibi

ABD Doları olarak uygulanması daha doğru olmaktadır. Bu strateji, fiyatı çok yüksek olan bir malı, taksitle ödeme yaparak elde etmeye benzetilebilir. Ancak yatırım dönemi boyunca, sürekli olarak aynı hisse senedinin satın alınması gerekmemektedir. Farklı hisse senetleri ile portföyün çeşitlendirilmesi ve alınan risklerin bir ölçüde azaltılması sağlanabilmektedir. İstenmeyen hisse senetlerinin elden çıkarılıp, yeni hisse senetleri ile değiştirilmesi de mümkün olmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, 2011: 530).

Bu stratejide dikkat edilmesi gereken en önemli husus, kişilerin uzun bir süre boyunca disiplinli bir şekilde bu stratejiyi uygulamakta zorlanmasıdır. Yatırımcılar stratejilerine, portföylerinde belirli bir miktar paraları biriktiğinde sadık kalmakta zorlanabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3 YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Yatırımcı davranışlarının incelenmeye başlaması henüz çok yenidir. (Kahneman & Tversky, 1979)'nin yapmış oldukları çalışma ve devamında yaptıkları çalışmalar sonucunda finans alanında yeni bir yaklaşımın yolu açılmış ve izleyen zamanlarda çok fazla akademik çalışma yapılmıştır.

3.1 YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Yatırımcılar hem portföylerini çeşitlendirmek hem de riskten kaçınmak isteseler de bunu çok fazla ortaya koyamadıkları yapılan çeşitli çalışmalarda ortaya konmuştur. Bunun nedenleri olarak da hevristikler, bilişsel önyargılar ve psikolojik önyargılar gösterilmektedir. Ayrıca yatırımcılarda görülen irrasyonel davranışların geçici olmadığı ve düzenli bir şekilde olduğu da saptanmıştır.

Psikolojik önyargılar sonucunda, bireysel yatırımcılar; kazanan hisseleri hemen elden çıkartırlarken, kaybeden hisseleri daha fazla elde tutmaktadırlar. Yatırımcılar sürü davranışı göstererek hareket ederlerken, aşırı güven nedeniyle zarar etmekte ve bildikleri hisselerle duygusal olarak bağlanmaktadır. Yatırımcılar, aşırı veya düşük tepki gösterirken, kendi inançları doğrultusunda bilgi aramak ve diğer bilgileri reddetmektedirler. Bunların sonucunda da bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarını rasyonel olmaktan ziyade, duygusal olarak ve hislerine göre almaktadırlar (Döm, 2003: 1).

(Barak, 2008: 278) yaptığı çalışmada şu sonuca ulaşmıştır: Yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik önyargıların, hisse senedi piyasasında fiyat anomalilerine, hisse senedi fiyatlarının düşük veya yüksek reaksiyon davranışı göstermesine neden olmaktadır. Yatırımcının sahip olduğu temsililik yanlılığı heuristici, geçmişte kaybeden hisse senetlerine karşı aşırı derecede kötümser olmaya, geçmişte kazananlara karşı ise aşırı derecede iyimser olmaya yol açmaktadır. Söz konusu heuristic yönelimli önyargılar fiyatların temel değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Ancak önyargılar nedeni ile oluşan yanlış fiyatlar süreklilik arz etmemekte ve hisse senedi fiyatlarının zaman içinde düzeltme ile sonuçlanmasına neden olmaktadır.

3.2 YATIRIMCILARIN EĞİLİMLERİ

Adam Smith'in artık klasik bir eser niteliği taşıyan "The Money Game" (Para Oyunu) adlı kitabında şu şekilde bir ifadesi bulunmaktadır: "Eğer kim olduğunuzu bilmiyorsanız Wall Street pahalıya öğreneceğiniz bir yer olacaktır."

Yatırımcının, yatırım bilgisinin yanı sıra, kendisini yönetmesini de öğrenmesi gerekmektedir. Yatırımcı olacak kişinin kendisini daha fazla tanıması kendisine bir servet kazandırabilir. Hiç olmazsa parasını korumasına yardım edebilir.

Yatırım kararları alırken, duygusal faktörler ve bilişsel faktörler ile yatırımcıların kullandıkları kısa yollar (heuristic) çok büyük önem arz etmektedir.

Bu bölümde, yatırımcıların rasyonel karar almasını engelleyen psikolojik nedenler, bu alanda yapılmış araştırmalarla birlikte incelenmektedir.

3.2.1 Kendini Kandırma Eğilimi (Self Deception)

Yatırımcılar, genellikle stres altındayken ve mevcut durumunu tam olarak anlayamadıkları zaman, kendini kandırma eğilimi sergilemektedirler.

Ekonomistler insanların, geçmişte yaptıkları hatalardan ders aldıklarını ve gelecekteki davranışlarını bu çıkarımlara göre şekillendirdiklerini varsaymaktadır. Ancak, psikologlar geçmişteki hatalardan ders almanın ve öğrenmenin hileli durumlar içeren bir süreç olduğunu savunmaktadırlar. Kendini kandırma kişilerin geçmiş hatalarından ders alma kabiliyetini sınırlamaktadır (Ertan, 2007: 28).

3.2.1.1 Aşırı Güven (Overconfidence Bias)

İnsanlar, kendi yeteneklerine ve zekâlarına çok güvenmekte ve bunların gerçek olduğuna inanmaktadırlar. Anı zamanda aşırı derecede de iyimser hareket etmektedirler. Bu yüzden de bu kişiler, kendi modellerini oluşturarak, daha önceden tespit edilmiş bilimsel modellere karşı hareket etme eğilimi sergileyebilmektedirler.

Aşırı güven, finansal davranış hatalarının belki de en önemlisi olmaktadır. Gerçekte, kendisine aşırı güvenenlerin oyun alanında işlem yaparken düşeceği iki davranış hatası bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, başarı ve yenilginin "bölmelere ayrılması" dır. Kişiler, işlemlerinin ve portföylerinin başarılı olanlarını hatırlama,

başarısız olan alanları unutma eğilimi göstermektir. İkincisi ise, başarının şanstın çok beceriye bağlı olduğunu düşünmektir (Bernstein, 2005: 237).

Yatırımcının özgüveninin gelişmesinin en kolay yolu ardı ardına kazanmasıdır. Yatırımcı beklediğinden fazlasını, beklediğinden daha kısa sürede kazanırsa, bu durum, aşırı özgüven geliştirmesine neden olmaktadır.

Aşırı güvenin en önemli göstergesi yoğun işlemdir. Yatırımcılar önemli kayıpları öncesinde kendilerine veya sistemlerine aşırı güven duymaktadır. Geleceği görme konusunda kendilerine aşırı güven duyan bu yatırımcılar, bu yüzden sürekli alım-satım yapmaktadırlar.

Peki yatırımcı kendisine ne kadar güvendiğini nasıl bilecektir? Kendisine aşırı mı güveniyor yoksa kendisine az mı güveniyor? Belki de olması gerektiği kadar güveniyordur. Bunu anlamının tek bir yolu vardır: Yatırımcının kendisinin ve bu bilginin farkında olmasıdır.

Aşırı güven, bireylerin riske karşı tutumlarını da etkilemektedir. Genel itibari ile aşırı güvenli yatırımcılar, aldıkları risk düzeyini yanlış yorumlamaktadırlar. Çünkü bu tür yatırımcılar için algılanan risk beklenen riskten daha önemlidir. Aşırı güven, yatırımcı üzerinde sahip olduğu portföye ilişkin yüksek getiri inancına sahip olmaya neden olmaktadır. Bu da algılanan risk düzeyini değiştirmektedir (Barak, 2008: 109).

Aslında rasyonel bir yatırımcı, getiriye maksimize etmeye çalışırken, riski de minimize etmeye çalışmaktadır. Oysa ki, kendine veya sistemine aşırı güvenen bir kişi, yaptığı yatırımdan oldukça emindir ve yatırımında yeteri kadar risk görmez. Yani, aşırı güven eğilimi, yatırımcının risk seviyesini ve algısını değiştirmekte ve yatırım riskini yanlış değerlendirmesine neden olmaktadır.

Aşırı özgüven insanların hafızalarını da değiştirmektedir. Kişilerin önceden yaşadıkları olaylara ilişkin hatıraları, halihazırdaki aşırı özgüvenlerini destekleyecek şekilde önyargılı ve taraflı bakma eğilimi oluşturmaktadır. Ayrıca olumsuz sonuçların suçunu denetleyemeyen ortamlara yüklemekte, olumlu sonuçları ise, ileriye görme eğilimine ve uzmanlığına bağlamaktadır.

Kendilerine aşırı güvenenler, ben merkezci ve narsisttirler. Hatalarından başkalarını sorumlu tutmakta, başkalarını suçlamakta ve elde ettikleri başarıları ise kendilerine mal etmektedirler. Yani kendilerine aşırı güvenen insanlar, oyuna egolarını dahil etmektedirler (Peterson, 2012: 162-169).

Son yıllarda internet erişiminin artması ve bu bağlamda teknolojinin gelişmesi finansal piyasalarda yatırımcının hızlı bir şekilde yatırımlarını yönlendirmesine neden olmaktadır. Artık yatırımcılar, kendi alım-satım kararlarını kendileri verebilecekleri bilgi setine çok kolay bir şekilde ulaşabilmektedirler. Bu da, kontrolün kendi ellerinde olduğunu düşündürmektedir. Alım-satım işlemlerini

kendi yapmaya başlayan yatırımcılar da, bu kontrol sayesinde kendilerine olan güvenlerini arttırma eğilimi sergilemektedirler.

3.2.1.2 Aşırı İyimserlik (Optimism Bias)

Aşırı iyimserlik eğilimi aslında aşırı güvene de bağlı olmaktadır. Kişiler bu eğilim hakkında ne kadar bilgi sahibi olurlarsa olsunlar, yine de bu eğilime göre hareket etmektedirler. Çünkü insanlar kendilerine karşı her zaman hoşgörülü davranmaktadırlar. Literatürde yapılan birçok çalışma da bunu desteklemektedir.

Kişilerin çoğu kendilerini, ortalamanın üzerinde ve başkalarının kendilerini gördüğünden daha iyi görmektedirler. Yatırımcılar kendi oluşturdukları portföylerinin getirisini endeksin getirisinin üzerinde tahmin etmektedir. Gerçekleşmeler hem portföy hem de endeks bazında daha düşük olabilmektedir. Bireylerin kazanma olasılığı çok düşük olan talih oyunlarını oynamaları aşırı iyimserlikle açıklanabilmektedir (Günak, 2007: 44).

Optimizm önyargısı (optimism bias), kişilerin bilgilerine aşırı güvenmesine ve söz konusu bilgilerini aşırı tahmin etmesine, olayları kontrol etme yeteneklerini abartmasına ve riskleri düşük tahmin etmesine neden olan bir önyargı olmaktadır. Literatürde yapılan araştırma ve deneyler çoğu bireyin inançlarının optimizm önyargısına maruz kaldığını ortaya koymaktadır. Örneğin, araba kullanıcıları üzerinde yapılan bir araştırmada, sürücülere “Ne kadar iyi bir sürücüsünüz?” şeklinde bir soru sorulmuştur. Bu soruya katılımcıların %80’inin kendi sürüş yeteneğini ortalamanın üstünde bulduğu şeklinde cevap alınmıştır (Barak, 2008: 108).

3.2.2 Duygusal Eğilimler (Emotional Bias)

Duygusal faktörlerin yatırımcı davranışları üzerine etkilerini ölçmek zor olmaktadır. Bunun nedeni kişilerin duygularını ölçmenin zor olmasıdır. Bununla birlikte duygular, her kişide farklı anlama gelebildiğinden araştırmacılar yaptıkları araştırmalarda çok zorlanmaktadırlar.

Birçok yatırımcı, geçmişteki yüksek getirilerin yüksek fiyatlara neden olacağını, yüksek fiyatların da gelecekte daha düşük getirilerle sonuçlanacağını anlamakta entelektüel olarak güçlük çekmemektedir. Fakat aynı zamanda, çoğu yatırımcı bunu duygusal düzeyde kabul etmeyi neredeyse olanaksız bulmaktadır. İnsan tabiatının tuhaf bir eğilimiyle finansal varlıklar fiyatları büyük ölçüde

arttıktan sonra daha cazip gelmeye başlamaktadır. Ancak, hisse senedi almak, domates almaktan farklı değildir. Çoğu insan kilosu 1 dolara satılan domatesi kilolarca alacak ve domatesin kilosu 6 dolara çıktığında almaktan vazgeçmektedir. Bu mantıklıdır. Fakat söz konusu hisse senetleri olunca durum farklılaşmaktadır. Fiyatlar hızla düşerse hisseler, finans dünyasının cüzzamlıları haline gelmektedirler. Tam tersine, fiyatlar hızlı yükselirse, herkes satın almak istemektedir (Bernstein, 2005: 90).

Normal şartlar altında göze alamayacağınız bir mali riski, kendinizi hiç olmadığınız kadar iyimser hissettiğiniz bir dönemde kabul edilebilir; normal şartlarda da kabul edebileceğiniz bir riskten kendinizi endişeli veya keyifsiz hissettiğiniz bir zamanda kaçınabilirsiniz (Zweig, 2011: 49).

Bu kısımda, yatırımcıların yatırım kararları üzerine etki etmekte olan duygusal eğilimler incelenecektir.

3.2.2.1 Belirsizlikten Kaçınma (Ambiguity Aversion)

Belirsizlikten kaçınma eğilimi, ilk defa 1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından ele alınmıştır. Ellsberg tarafından yapılan bir deneyde, insanların belirsizlik içeren durumlarda nasıl hareket ettikleri incelenmiş ve kişilerin belirsizlik içeren durumları sevmediği, sonuca ilişkin hiç tahmin yürütmedikleri durumlarda katılmamayı tercih ettiklerini ortaya koymuştur (Ertan, 2007: 44).

Çoğu yatırımcı belirsiz durumlardan ve belirsizlikten kaçınma eğilimi sergilemektedir. Çünkü insanlar yeterli bilgiye sahip olmadıklarında karar vermekten çekinmektedirler. Bunun tam tersi de olmakta, yatırımcılar gelecek konusunda yeterli öngörüye sahip olduklarında da daha güçlü pozitif tepkiler vermektedir.

Ancak Warren Buffett ve Peter L. Bernstein belirsizlikten kaçınma konusunda farklı düşünmektedir (Peterson, 2012: 245):

“Gelecek hiçbir zaman belirgin değildir ve piyasalarda keyif veren bir ortak görüş için çok yüksek bedel ödersiniz. Belirsizlik, uzun vadeli değerleri satın alan yatırımcının dostudur.” –Warren Buffett

“Yatırımın temel yasası geleceğin belirsizliğidir.” – Peter L. Bernstein

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere, beklenmeyen üzerine yatırım yapılarak para kazanılmaktadır. Çünkü piyasalar sürekli olarak belirsizlik halindedir.

3.2.2.2 Oto-Kontrol Eksikliği (Self Control)

Yatırımcılar kendi portföylerini yönetme konusunda avantaj sağlamak istiyorlarsa, kendi kendilerini kontrol etmek zorundadırlar. Her durumda kendilerini çok iyi yönetmeli ve kendi kendisinin analisti olmak zorundadır. Piyasada işlem yaparken, stratejisine disiplinli bir şekilde uymak zorundadır. Aksi takdirde kayıplar yaşayacak ve istemeden de olsa uzun vadeli yatırımcı olacaktır.

Örneğin, kişiler uzun vadeli hedefler koymakta ve sonra bu hedeflere ulaşmada güçlük çekmektedirler. Bunun nedeni, kısa vadeli aldatıcı değişkenler onları, yönlendirmektedir. Bu sayede uzun vadeli hedeflerinden vazgeçip kısa vadeli tatmin olmayı tercih etmektedirler.

3.2.2.3 Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Aversion)

Her yatırımcı hata yapmakta ve hata yapan her yatırımcı da pişmanlık duymaktadır. Aslında karşılaştığı zarara duygularından arınmış bir şekilde yaklaşamayan yatırımcı, pişmanlık yaşamaktadır.

Yatırımcılar, değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirme ve kazananları çok çabuk elden çıkarma eğilimi içerisindedirler. Bu durum literatürde pişman olma teorisi ile açıklanmaktadır. Yatırımcılar sahip oldukları hisse senedini satmaya karar verdikleri anda söz konusu hisselerin ilk satın alma fiyatından etkilenmektedirler. Bu etkilenme durumu insanları pişman olmaya yöneltmektedir (Barak, 2008: 117).

Princeton Üniversitesi'nden psikolog Daniel Kahneman, "finansal karar alma mekanizması sadece parayla ilgili değildir. Pişmanlıktan kaçınmak veya gururlanmak gibi manevi güdülerle ilgilidir," demektedir. Yatırımcı, pişmanlık içerisinde olmaksızın, güven içerisinde olmayı tercih etme refleksine sahip olma eğilimini tercih etmektedir (Zweig, 2011: 17).

Kişiler zarar etmeye ya da başarısızlıklarını kabul etmeye pek alışık değildir. Örneğin, en çok görülen mantıksız yatırım davranışı; kazanan hisseleri satmaya ikna etmenin, kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olmasıdır. Buna davranışsal finans çevrelerinde "pişmanlıktan kaçınma eğilimi" denmektedir. Kötü performans gösteren bir hisseyi elde tutmaya devam etmek, sonunda yenilgiyle karşılaşmama umudumuzu korumamızı sağlamaktadır (Bernstein, 2005: 247).

Davranışsal finans araştırmalarında, en önemli önyargılardan biri, kaybeden hisse senetlerini kazananlardan daha uzun süre elde tutmaktır. Başka bir deyişle,

yatırımcılar son derece sıkı bir şekilde “kaybedenlerini koşturur, kazananlarını durdururlar.” Buna “yönetim etkisi” denmektedir. Birçok akademisyen bu etkinin “pişmanlık korkusundan” kaynaklandığına inanmaktadır. Çünkü zarar eden bir hisse senedini satmak kişinin hatalı olduğunu kabul etmesi ile eş anlamlıdır. Hatalı olduğunu düşünmek, acıveren pişmanlık duygusunu da beraberinde getirmektedir (Peterson, 2012: 128).

Yatırımcılar, verdikleri kararların sonuçları ile gurur duymak için kazandıran hisse senetlerini erken satma ve pişmanlık duymamak için de kaybettirenleri uzun süre tutma eğilimi sergilemektedirler. Örneğin, bir yatırımcının, nakit ihtiyacı için veya portföyüne almaya karar verdiği bir hisse senedi finanse etmek için elindeki iki hisse senedinden birini satmaya karar verdiğini düşünelim. Bu durumda, aldığından beri %20 kazandırmış olan A hisse senedini yoksa %20 kaybettirmiş olan B hisse senedini mi satacaktır? Yatırımcı A hisse senedini satarak %20’lik karını realize ederse kendisini mutlu hissedecektir. B hisse senedini satarsa %20’lik zararını realize edecek ve yanlış yaptığını düşünerek bunun pişmanlığını ve üzüntüsünü yaşayacaktır. Bu sebeple yatırımcı B hisse senedini biraz daha elinde tutarak hisse senedinin fiyatının yükselmesini bekleyecektir. Buna karşın yine bazı yatırımcıların, zararda oldukları hisse senetlerini satmak yerine fiyatı düştükçe almaya devam ederek pişmanlıktan kaçınma eğilimi sergilediklerini söyleyebiliriz (Kara, 2005: 22).

3.2.3 Bilişsel Eğilimler (Cognitive Bias)

Beklenti Teorisi, karar almanın akılcı bir süreç olduğunu savunanların hiç bilmediği davranış kalıpları ortaya çıkarmaktaydı. Kahneman ve Tversky bu kalıpları insandaki iki yetersizliğe bağlamaktaydılar. Birincisi; duygular çoğu zaman özdenetimi bozmaktadır. İkincisi; insanlar çoğu zaman ne ile karşı karşıya kaldıklarını bilmemektedirler. Aslında kişiler “bilişsel güçlükler” yaşamaktadırlar (Bernstein, 2011: 305).

Bilişsel eğilimler insanlara zaman tasarrufu vb. yararlar sağlamaktadır. Ancak bu süreçte tüm bilgilerin değerlendirilmemesi veya gerekli yöntemlerin kullanılmaması, hata yapma olasılığını arttırmaktadır (Ertan, 2007: 31).

Bilişsel önyargılar literatürde çeşitli başlıklar altında incelenmektedir.

3.2.3.1 Aşırı veya Düşük Tepki Verme

Piyasa etkinliğinden sapmanın tipik örneği, aşırı reaksiyon (overreaction) ve düşük reaksiyon (underreaction)'dur.

Parasal kayıp ve kazanç sadece finansal ve psikolojik bir sonuç olmamaktadır. Aynı zamanda beden ve beyin üzerinde derin etkiler yaratan biyolojik bir değişimdir. Yatırımları kazanç sağlamış bir kişinin sinirsel faaliyetleri, kokain veya morfin almış bir kişinin sinirsel faaliyetlerinden farksız olmamaktadır (Zweig, 2011: 18).

Piyasa etkinliğinden sapmanın tipik örneği aşırı reaksiyon (overreaction) ve eksik veya yetersiz reaksiyon (underreaction)'dur. Son 10 yılın ampirik literatürü çok sayıda aşırı ve eksik reaksiyon bulgusu içermektedir. 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, 2001: 101-102).

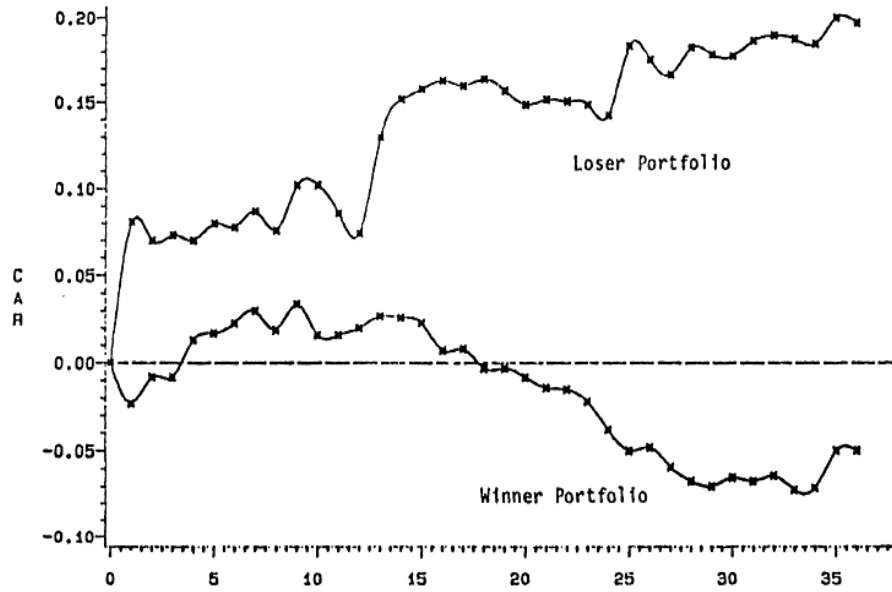
Aşırı tepki verme eğilimi, yatırımcıların uzun süre iyi gelen bilgilere gereğinden fazla tepki vererek, menkul kıymetlerin aşırı fiyatlandırmasına neden olmaktadır.

Aşırı reaksiyona ilişkin bulgular, uzun vadede aynı yöne işaret eden devamlı ve tutarlı haber davranış örüntülerine hisse senedi fiyatlarının aşırı reaksiyon gösterdiğini ortaya koymaktadır. Yani, uzun süre iyi haberler kaydeden menkul kıymetler aşırı fiyatlandırılma eğilimi taşımaktadır. Sonradan ise, düşük ortalama getirilere sahip olmaktadır. İyi performansa sahip menkul kıymetler, ekstrem olarak yüksek değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmeler uzun vadede ortalamaya geri dönmektedir (mean reversion) (Döm, 2003: 122).

İlk olarak (De Bondt & Thaler, 1985) tarafından yayınlanan araştırma bulguları; yatırımcıların hisse senedi fiyatlarını, aldıkları yeni bilgi çerçevesinde değerlendirirken firmaların nakit akım ve kazanma güçleri ile ilgili beklentilerinde büyük bir değişme oluşturan çok iyi veya çok kötü haberlere aşırı tepki vermekte olduklarını, bu aşırı tepkiye ise, çok uzun (3 yada 5 yıl gibi) bir sürede düzelttiklerini ortaya koymaktadır. Söz konusu araştırmacılar, Amerikan piyasasındaki verileri kullanarak yaklaşık 50 yıla ilişkin verileri inceleyerek geçmiş beş yıl boyunca kazandıran veya kaybettiren hisse senetlerinin takip eden beş yılda diğerlerine göre daha az kazandırdığını yada kaybettirdiğini saptamıştır. Geçmiş beş yılda kazandıran portföylerin, standart risk uygulamaları yapılmasına rağmen,

önemli ölçüde performans düşüklüğü sergilediklerini saptamışlardır (Barak, 2008: 160-161).

Aşağıdaki şekilde hisse senedinden oluşan kazanan ve kaybeden portföylerin 36 aylık performansı gösterilmiştir.



Şekil 3-1 Hisse Senedinden Oluşan Kazanan Ve Kaybeden Portföyler İçin Test Dönemi 1-36 Ay Kümülatif Ortalama Getiriler

Kaynak: (De Bondt & Thaler, 1985: 800)

(De Bondt & Thaler, 1985) çalışmanın sonunda kaybedenler portföyünün, portföy oluştuktan sonra piyasanın üzerinde %19.6 oranında fazla bir getiri sağladığını tespit etmişlerdir. Kazanan portföyün ise, piyasanın %5 altında kazandırdığını belirtmişlerdir.

(De Bondt & Thaler, 1985), sistematik olarak hisse senedi fiyatlarının olması gerekenin üzerinde gerçekleşiyorsa, kazanç oranları vs. muhasebe verisine ihtiyaç duyulmadan fiyat değişimlerinin geçmiş dönem verilerinden yararlanılarak tahmin edilebileceğini iddia etmektedir. Temel olarak iki hipotez üzerinde hareket etmektedirler (Gürkan, 2009: 55):

- Hisse senedi fiyatlarında görülen ekstrem hareketleri, ters yönde hareketler takip eder
- İlk fiyat hareketi ne kadar ekstrem olursa, takip eden düzeltme de daha büyük olacaktır.

Yazarların temel hareket noktası; bireylerin iyi birer Bayesçi olmamaları ve bu sebeple en son elde ettikleri bilgiye olması gerekenden fazla değer vermeleri ve önceden sahip oldukları bilgiye gerekli önemi göstermemeleridir. Yazarlara göre, Bayes kuralının aksine, birçok insan beklenmedik yada dramatik olaylara “aşırı tepki” göstermektedir. Hisse senedi piyasasında aşırı değerlendirme hisse senedi fiyatlarının kişilerin pozitif yada negatif değerlendirmeleri sonucunda gerçek değerlerinden sapma olabileceğini ve bu sebeple de geçmişin “kaybeden”lerinin şimdiki “kazan”lardan daha değerli olacağını ifade etmektedir. Bu tür bir sapma aynı zamanda zayıf formda etkinlikle tutarsız olmaktadır (Gürkan, 2009: 55-56).

Düşük tepki verme ise, yatırımcıların yeni gelen bilgiye daha uzun vadede önem vermesidir. Aslında yatırımcılar çoğu durumda haberi anlayamamakta veya anlamak istememektedir. Bu nedenle geç tepki verme eğilimi sergilemektedir.

Özel bilgiye yada analiz kabiliyetine sahip olduğu düşünülen bir grup yatırımcının alım veya satımlarının arkasından sonraki dönemlerde pozitif yada negatif normal üstü getiriler gözlemleniyor ise, bu husus o grubun işlemleri ile piyasaya yansıttığı özel bilgisine yetersiz reaksiyon gösterdiği şeklinde açıklanmaktadır (Ülkü, 2001: 128). Kısaca, bahsi geçen husus, düşük reaksiyon olarak tanımlanmaktadır.

Borsa İstanbul’da (eski adı ile İMKB) aşırı yöndeki değişimleri inceleyen çok fazla çalışma yapılmıştır.

(Genç, 2011) yaptığı çalışmada, Ocak 2008 ile Mart 2011 dönemlerini incelemiş ve aşırı reaksiyona yol açabilecek önemli bulgular bulunmuştur. Söz konusu dönem İMKB-100 endeksi değişimlerinde hem pozitif reaksiyonlar (%51.84) hem de negatif reaksiyonlar (%48.15) yoğun olarak gözlemlenmiştir. Endeksteeki negatif reaksiyondan önceki 5 gün boyunca düşük negatif etkiler görülmüş, aynı şekilde yüksek pozitif reaksiyon gerçekleşmeden önceki günlerde de aynı etki gözlemlenmiştir. Aynı zamanda İMKB-100 Endeksi değişimlerinde özellikle yüksek negatif ve yüksek pozitif reaksiyonlardan bir gün sonra sistematik olarak ortalamaya dönme eğiliminde olduğu tespit edilmiştir.

(Bernard & Thomas, 1990), 1974-1986 yılları arasına ilişkin yapmış oldukları çalışmada, 2626 firmalık bir örnekleme incelemiştir. Bu çalışmada, seriye ilişkin bulgular, 1. çeyrekte olanlar 0,34 oranında, 2. çeyrekte olanlar 0,19 oranında, 3. çeyrekte olanlar 0,06 oranında, 4. çeyrekte olanlar da -0.24 oranında bir oto korelasyon sergilemiştir. Yani kazanç değişimleri göstermiştir ki, 1., 2. ve 3. zaman dilimlerinde hafif bir değişim gözlemlenir iken, bir yıl sonra hafif tersine dönüş saptanmıştır. Çalışmanın bulgularını göz önüne alan araştırmacılar, yatırımcıların kazanç değişimlerindeki pozitif oto korelasyonu fark etmediğini ve bu gelişmelerin de rassal olduğunu savunmuşlardır. Çalışmada söz konusu bu inanç, kazanç duyurularına olan eksik reaksiyonun sebebi olarak gösterilmiştir. Bernard ve Thomas’a göre yatırımcılar, her zaman olmamakla birlikte,

kazançlarının gerçekte olduğundan daha durağan olduğuna inanırlar. Bu da, hisse senedi fiyatlarında düşük reaksiyona yol açmaktadır (Barak, 2008: 155).

Beklenmedik değişimler, yatırımcıları tahminlerinde zorlayarak bazı durumlarda önemli kazançlara veya tam tersi büyük kayıplara sürüklemektedir. Hisse senetlerindeki aşırı yönlü hareketler, daha sonra ters yönde hareket etme eğilimi sergilemektedir.

3.2.3.2 Temsil Etme (Representativeness Heuristic)

Yatırımcılar bir yatırım yapmadan önce, bir noktayı referans alabilmekte ve kararlarını bu doğrultuda alabilmektedirler. Genellikle referans aldıkları noktaları da ya geçmişlerindeki tecrübelerinden seçerler ya da gözlemlerinden seçerler. Genellikle geçmişteki kazançlar daha etkili rol oynamaktadır.

Herkesin bildiği gibi, mükemmel olmayan şirketlerin hisseleri, mükemmel olanların hisselerinden önemli ölçüde daha ucuz fiyatlanmaktadır. Çoğu küçük yatırımcı, doğal olarak, iyi şirketlerin iyi hisseler olduğunu düşünür, fakat bunun tam tersi doğrudur. Bu tür mantık hatalarına “temsiliyet” denmektedir (Bernstein, 2005: 100).

3.2.3.3 Çıpalamak (Anchoring Heuristic)

Kişilerin ilk kararlarının gücü öylesine etkilidir ki diğer bütün kararları bundan etkilenmektedir.

(Kahneman & Tversky, 1974: 1128) çıpalama yöntemini; insanların karar alma durumunda olduklarında, belirli bir değerden/ başlangıç değerinden başlayarak, kararlarını bu değerün güncellenmesi şeklinde almaları olarak tanımlamaktadır. Bu başlangıç değeri sorunun formülasyonunda hazır bir şekilde mevcut olabilir veya basit bir kısmi hesaplama sonucu oluşturulabilir (Gürkan, 2009: 39).

Örneğin, yüksek çözünürlüklü 57 inç bir LCD televizyonun 3000 dolara satıldığını düşünelim. Fiyat etiketi çıpa değildir. Ama eğer bunu o fiyattan almaya karar verirsek ya da ciddi olarak onu almaya niyetlenirsek, bu karar o andan itibaren LCD televizyonları konusunda çıpamız olmaktadır. Bu, yere saptığımız bir kazıktır ve bundan sonra bütün diğer yüksek çözünürlüklü televizyonları bu fiyata

göre değerlendiririz. Çıpalar, şu anki fiyatların yanı sıra gelecekteki fiyatlar üzerinde de daimi bir etkisi olduğunu göstermektedir (Ariely, 2008: 53).

Çıpalamak yukarıda da belirttiğimiz üzere, sadece seçeneklerin sunulduğu karar süreçlerinde değil, fakat kısmi hesaplama süreçlerinde geçerli olduğunu gösteren (Kahneman & Tversky, 1974) çalışmasında iki grup lise öğrencisine 5 saniye içinde aşağıda gösterilen çarpım işlemlerini yapmaları istenir (Gürkan, 2009: 40):

1.Grup: $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$

2.Grup: $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$

1.grubun medyanı 2250 iken 2.grubun medyanı 512 olarak saptanmıştır. Oysaki çarpımın doğru sonucu 40320'dir. Çalışma insanları bu tür hesaplamaları çözerken birkaç hesaplama adımı takip ettiklerini göstermektedir. Bu hesaplama adımları problemin birkaç parçaya ayrılmasını ve bu parçalar üzerinden belirli ayarlamaların yapılarak sonuca varılmaya çalışıldığını göstermektedir. Fakat bu ayarlamalar bütünün gözden kaybolmasına ve uygulanmaya çalışılan yöntemin yetersiz olmasına yol açmaktadır. Çalışmada çıkan sonuçlar da iddia ile tutarlıdır. 1.grubun 2.gruba nazaran daha büyük sayılarla hesaplamaya başlaması medyanın daha büyük olmasına yol açmıştır.

3.2.3.4 Çerçeveleme Etkisi (Framing Effect)

Çerçeveleme, kayıptan kaçınmanın temelinde yatan psikolojik bir süreç olmaktadır. Çerçeveleme etkisinin ortaya çıkmasındaki en büyük neden, kişilerin değişiklikleri değerlendirmesidir.

Çerçeveleme, kişilerin iki seçenekten birine değer atfettikleri subjektif bir süreç olmaktadır. İki insan eşit ölçüde yanlış tercih yapmaktan korkuyor olsa bile, farklı şeyleri tercih edebilmektedirler. Bunun nedeni, her seçeneği farklı çerçevelenmeleridir (30 Saniyede Ekonomi, 2010: 116).

Bir karar potansiyel kazanç içerdiğinde beynin ödül takip sistemi devreye girmektedir. Kayıp olasılığı içeren bir karar alındığında da kayıptan kaçınma sistemi etkinleşmektedir. Bu iki motivasyon sisteminin çalışmasını kişinin karara bakışı belirlemekte; bir başka deyişle, potansiyel fırsat mı yoksa risk mi gördüğüne bağlı olarak şekillenmektedir. Bir kararın farklı görüntülerine (kazanç mı yoksa kayıp mı içerdiği) "çerçeveleme" adı verilmektedir (Peterson, 2012: 263).

Bireyler seçim esnasında, tüm seçenekler üzerinde tutarlı rasyonel değerlendirmeler yapamamakta, bazı seçenekleri çerçeveleyip onlar arasında kararını vermektedirler.

(Kahneman & Tversky, 1984) yaptıkları deneyle, bu eğilime ilişkin tespitlerde bulunmuşlardır. Yapılan çalışma çerçevesinde, ABD’de 600 insanın ölümüne sebebiyet verecek olan bir hastalık iki farklı denek grubuna sonuçları aynı olan farklı senaryolarla aktarılmıştır. İlk gruba, A programı uygulanırsa 200 kişinin kurtulacağı, B programı uygulanırsa 600 kişinin kurtulma olasılığının 1/3, herkesin ölme olasılığının 2/3 olacağı söylenmiştir. 2. Denek grubuna, C programının uygulanması durumunda 400 kişinin öleceği, D programının uygulanması durumunda ise hiç kimsenin ölmeme olasılığı 1/3 olacağı, herkesin ölme olasılığının 2/3 olacağı aktarılmıştır. Başka bir deyişle, aynı problem ilk denek grubuna hayatta kalma çerçevesiyle, 2. Denek grubuna ise ölme çerçevesiyle sunulmuştur. Bu durumda ilk grupta A programını seçenlerin oranları %72 olurken, 2. Grupta C programını seçenlerin oranının %22 olduğu görülmüştür. İki programın sonuçlarının da aynı olmasına rağmen olumlu çerçeveye sahip seçenek daha çok tercih edilmiştir (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 256).

Bu örnekte de görüldüğü üzere kişiler, kelimelere veya ifadelere oldukça duyarlı olmaktadır. Kişiler kendilerini, psikolojik olarak kazanma veya kaybetme durumunda hissedebilmektedirler ve seçeneklerini bu çerçeve bağlamında değerlendirmektedirler.

3.2.3.5 Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion)

Beklenti teorisinde, kayıptan kaçınma davranışı insanların, kazanmayı tercih etmesi yerine kayıptan kaçınmayı tercih etme eğilimini ifade etmektedir. Kayıptan kaçınma eğilimi, önceki kazançlara ve kayıplara bağlı olmaktadır.

Kaybedilen veya hiç kazanılmayan getiriler düşünüldüğünde, kayıptan kaçınma eğiliminin bedeli bir hayli ağır olabilmektedir.

Deneysel bulgular kayıptan kaçınma derecesinin, önceki kazançlara ve kayıplara bağlı olduğunu göstermektedir. Önceki kazancı izleyen kayıplar daha az sıkıntı oluştururken, bir kaybı müteakip ortaya çıkan kayıplar daha büyük sıkıntı ve üzüntü oluşturmaktadır. Önceki elde edilen kazançlar, müteakip kayıplara bir anlamda destek olmakta ve bireyler riske açık olmaktadır. Ancak, bir kayıp realizasyonundan sonra ortaya çıkacak olumsuzluklara karşı insanlar daha fazla duyarlı olmakta ve daha sıkılgan davranmaktadırlar (Döm, 2003: 8).

Bireyler, kayıpta mevcuttan yoksun kalırken, kazançta ya da kazançtan bir azalmada, olmayanın kaybı vardır. Yani, insanlar ilkinde var olan bir standartta azalma hissetmekte, kazançtan kayıpta ise zaten olmayanı kayıp etmektedir. Örneğin, 500 TL'yi kaybetmenin insanda meydana getirdiği sıkıntı, beklenmedik bir şekilde kazanılan 500 TL'nin verdiği mutluluktan daha büyük olacaktır. Bundan dolayı da insanlar servetlerindeki azalışa servetlerindeki artışlara oranla daha duyarlı olmaktadır (Barak, 2008: 85).

3.2.3.6 Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting)

Kişiler muhasebe sistemlerinde para akışını, gelir-gider dengesini izliyorsa, aynı şekilde zihnin de muhasebe sistemi bulunmaktadır. Kararlar ve eylemler ile yapılan doğrular ve yanlışlar zihinde incelenmektedir. Zihinsel muhasebe (mental accounting) kavramı ilk olarak, (Thaler, 1980) tarafından beklenti teorisinin tartışılmaya başlandığı ilk yıllarında ortaya atılmıştır.

(Thaler, 1980)'e göre, insanların mali işlemleri nasıl değerlendirdiği ve düşündüğüne ilişkin süreci ifade etmektedir. Kayıptan kaçınma derecesi kişinin mental muhasebesine bağlı olmaktadır. Bu anlamda öncelikle mental muhasebenin hangi bireysel yatırımcı davranışını açıklamada kullanılmakta olduğunun belirlenmesi gerekmektedir (Barberis & Huang, 2001: 1248). Standart varlık fiyatlama modelleri, geniş çerçevede toplam servet düzeyindeki değişimle açıklarken ampirik bulgular, insanların çoğu kez mental muhasebesini oluştururken dar olarak tanımlanan kazanç ve kayıplara dikkat ettiğini göstermektedir (Döm, 2003: 9).

Örneğin ev almak için para biriktirmeye devam eden birisinin, araba almak için kredi çektiğini düşünelim. Bu kişinin biriktirdiği paranın faiz getirisi, araba kredisinin faiz giderinden daha düşük olmasına rağmen kişi; yine de ev için biriktirdiği parayı, araba almak için kullanmayı istemeyecektir. Bu durum, kişinin zihninde ev ve araba için iki ayrı hesap açması ve ev için biriktirdiği parayı, zihnindeki ev hesabında tutmasından kaynaklanmaktadır. Finansal açıdan rasyonel olmasa da kişi böylece harcamalarını veya yatırımlarını kolayca takip edebilmekte ve her harcamanın maliyetini veya faydasını ayrı ayrı karşılaştırabilmektedir (Kara, 2005: 29).

(Thaler, 1999)'a göre zihinsel muhasebe; 3 bileşene dayandırılarak değerlendirilmektedir. **İlk bileşen**, sonuçların yorumlanıp algılanması, ayrıca kararların alınıp değerlendirmesi süreçleriyle ilgili değerlendirilmeleri kapsamaktadır. Muhasebe sistemi burada hem önceden tahmin edilen (ex-ante) hem de geçmişe yönelik (ex-post) maliyet-fayda analizi için gerekli girdileri

sağlamaktadır. **İkinci bileşen**, belirli aktivitelerin belirli hesaplara atanmasından oluşmaktadır. Muhasebede olduğu gibi, zihinsel muhasebede de sermayenin kaynakları ve kullanımı etkilenmektedir. Tüketim, türlerine göre kategorilere ayrılmaktadır. Harcamalar da bütçeler tarafından kısıtlanmaktadır. **Üçüncü bileşen** ise; hesapların değerlendirilme sıklığını içermektedir. Hesaplar günlük, aylık ya da yıllık değerlendirilebilmektedir. Ayrıca, geniş ya da dar olarak tanımlanabilmektedir. Tüm bu bileşenler ekonomik teoremin değiştirilebilir olma prensibini ihlal etmektedir. Sonuç olarak zihinsel muhasebe, seçimleri etkilemektedir (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 256).

Genel olarak zihinsel muhasebe sisteminin varlığı, yatırımcının irrasyonel finansal kararlar alabilmesine neden olabilmektedir. Farklı bilgilerin zihnin farklı hesaplarında saklanması, yatırımcılar açısından portföylerini yönetmeleri konusunda hatalı kararlar alabilmesine yol açabilmektedir.

3.2.3.7 Kumarcı Tuzağı (Gambler Fallacy)

Kumar her zaman insanoğlunun aklını çelmektedir. Çünkü bizi, kaderle baş başa getirmekte ve biz de kazanmak için ne gerekirse yaparız. Adam Smith bunun altında yatan nedeni, insanların büyük çoğunluğunun kendi yeteneklerine ilişkin abartılı şansının iyi olduğu yolundaki anlamsız varsayımı olarak göstermektedir. Yaklaşık 160 yıl sonra İngiliz ekonomist John Maynard Keynes de sohbet ortamında aynı görüşe yakın görüş bildirmiştir: “Bir ülkenin sermaye gelişimi, kumarhanelerinin yan ürünü olduğunda, bu işte bir yanlışlık var demektir.” (Bernstein, 2011: 30).

İnsanlar heyecan yaşamak için para harcama eğilimi göstermektedirler. Bu da yatırım alanında olursa, çok tehlikeli olabilmektedir. Girilen bahisler ve bahis oranları buna örnek verilebilir. Kişiler 1'e 100 kazanma ihtimalini, 1'e 5 kazanma ihtimaline karşı daha çok heyecan verici bulmaktadırlar.

Psikolojide bir itki kontrolü bozukluğu olarak sınıflandırılan patolojik kumarbazlık; riske karşı psikolojik duyarsızlık, öz denetim eksikliği ve risk alarak hazzı ulaşma ile şekillenmektedir. Ancak patolojik kumar ömür boyu süren bir hastalık olmamaktadır. Genellikle zaman içerisinde giderek artmakta, sonra da giderek azalmaktadır. Yıllık teşviklerle çalışan trader' ların risk alması mantıklı olabilir (kişisel çıkarları açısından), ancak onların bu davranışları müşterileri açısından patolojik zararlara mal olabilmektedir (Peterson, 2012: 205-210).

3.2.4 Sosyal Eğilimler

Buraya kadar ele alınan eğilimler kişilerin farklı karakter özelliklerinden kaynaklanan bireysel eğilimler niteliği taşımaktadır. Ancak sosyal eğilimler, gruplar tarafından gözlemlenen eğilimlerdir.

Yatırımcılar sürekli olarak çoğunluğun ne yaptığını merak etmekte ve yatırımlarını buna paralel yapma eğilimi sergilemektedirler. Çoğunluğun fikir birliğine vardığı bir konuda kendisi karşıt yatırım yapsa dahi psikolojik olarak kendini sorgulayacaktır. Eğer çoğunluk gibi düşünüp bu yönde yatırım yaptıysa veya yapacaksa o zaman da kararından emin olacaktır.

İnsanlar içerisinde yaşadığı toplumdan etkilenmektedir. Toplumun kültürel değerleri ve inanışları kişiler için önem arz etmektedir. Araştırmacılar da bu konuyu incelemiş ve bu davranış teorisini sürü psikolojisi olarak tanımlamışlardır.

3.2.4.1 Sürü Davranışı (Herding Behavior)

Piyasalarda başarılı olabilmek için kişinin kendi kararlarını kendisi vermesi gerekmektedir. Ancak yine de bu, pek mümkün olmamaktadır. Bilhassa piyasada “tüyo” olarak bilinen haberlere göre yatırım yapan yatırımcı çok fazladır. Ya da, bir kitap sadece çok satanlar listesinde olduğu için almak çok yaygındır.

1841 yılında İskoç gazeteci Charles Mackay piyasalar ve “sürü” ler halinde hareket eden insanların irrasyonel davranışları hakkında “*Olağanüstü Kitleyel Yanılgılar ve Kalabalıkların Çılgılığı*” adlı kitabını yayımlamıştır. Kitap, Lale Çılgınlığı (1630’lar) ve Güney Deniz Balonu (1720) gibi tarihteki ünlü spekülasyonları anlatmaktaydı. Mackay’ ın varsayımına göre; kendini toplu çılgınlık içerisinde bulan insanlar, malların fiyatlarının aşırı değerlenmesine neden olmaktadır (Ekonomi Kitabı, 2013: 98).

Sürü davranışı, yatırımcıların aynı zamanda, aynı hisse senedi yada piyasada, aynı yönde (alış yada satış) işlem yapması olarak tanımlanabilir. Eğer bir yatırımcı kararını verirken diğer yatırımcıların kararlarına bakarak alıyor veya değiştiriyorsa, sürüye katılıyor demektir. Özellikle finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde oluşturduğu yıkıcı etki ile tepki çekmektedir (Günak, 2007: 46).

Peki, sürü davranışı gerçekten kötü bir şey midir? Yatırımcı kalabalığın içinde ya da karşısında durması gerektiğini iyi öğrenmek zorundadır. Sürü davranışı yüzünden yatırımcı ters tarafta kalırsa çok para kaybedebilir, ancak herkesten önce

doğru tarafta yer alırsa çok para kazanıp zengin de olabilir. Yatırımcının piyasadaki haberleri doğru okuması ve piyasayı anlaması gerekmektedir.

Hisse senedi piyasasının bir özelliği de grup hareketlerine uygun olmasıdır. Dow Teorisi'ne göre "trend" yaklaşımıyla açıklanan toplu hareket, bir bakıma sürü psikolojisi olmaktadır. Buna göre, eğer piyasa katılımcıları işlerin iyi gitmeyeceğini düşünürlerse, piyasanın yönü aşağıya doğru olmakta ve sizin elinizde piyasanın en yüksek kar beklentili, sağlam şirketin hisselerinin olması bir şey ifade etmemektedir. Buna göre, hisse senetleri piyasadaki gelişmelerden çabuk etkilenmekte, mega trendler bulunmakta, sürü psikolojisi yaşanmakta ve belirsizlik çok büyük olmaktadır (Özerol, 2013: 132).

Bazen de yatırımcılar kendilerini bir trendi izlemek zorunda hissederler. Bu bir tür, "sürüyü vekil tayin etme" durumudur. Birilerinin belirli bir hisseyi topladığını bilirler, ancak kimler olduğunu bilemezler. Bu tür yatırımcılar bir hisse senedi trend yaptığında, fiyat hareketini yönlendirenlerin, geleceği onlardan daha iyi bildiğine inanma eğilimi sergilerler. Böylece de yatırımcılar, trendin peşine takılırlar. Bazı yatırımcılar ise bir yatırıma girmeden önce böyle bir fiyat confirmasyonu (güzel trend) oluşmasını beklerler. Beklenen bir fiyat hareketinin gerçekleşmesi, fikrin doğru olduğunu teyit eder ve kişi güvenle pozisyon açabileceğini hisseder (Peterson, 2012: 307).

Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, yatırımcının tek yapması gereken sürünün nereye doğru gideceğini öngörmesidir. Bu şekilde herkesten önce davranabilir ve buna göre pozisyon alabilir. Ancak yine de kişinin kendisini sürüden ayırması oldukça zor olmaktadır.

3.2.4.2 Bilgi Çağlayanı (information cascade)

İnsanlar ihtiyaçları olduğundan daha fazla bilgi ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu da, kişilerin olayları anlayıncaya kadar veya bilgileri takip edinceye kadar yatırımlarını ertelemesine neden olabilmektedir.

Eğer bir hisse senedinin fiyatı olumsuz bir haber karşısında ani düşüş göstermişse o senet, ya kalıcı bir biçimde değer yitirmiştir ya da verilen aşırı tepkiden nasibini almıştır. Böyle bir durumda yatırımcı, detaylı bir çalışma yaparak bu soruna cevap bulmalıdır. Gerçek anlamda bir yatırımcı, böyle durumlarda kelepik hisseleri satın almak için hazırlıklı olmalıdır (Zweig, 2011: 50).

Birey, kendinden önceki bireylerin davranışlarını gözlemler ve elde ettiği bilgiler ile hareket etmektedir. Ondan sonra gelen bireyler de daha önceki bireylerin davranışlarını izleyerek yada taklit ederek bir sürü davranışı yaratabilmektedirler.

Aynı karar verme yöntemi ile yüz yüze gelen bireyler aynı bilgi seti ile benzer sonuçlara varabilmektedirler. Ortaya çıkan davranış bir yatırım şelalesi yaratabilmektedir. Şelale, bireylerin bilgiye sahip olduğunu varsaydığı diğer bireyleri taklit ederken, kendi bilgisini hiçe saydığı zaman ortaya çıkmaktadır (Günak, 2007: 46).

Bilgi şelalesinin nasıl başladığını şu örnekle açıklayabiliriz.

Diyelim ki, yan yana iki restoran açılıyor. Her potansiyel müşteri bu ikisi arasında bir seçim yapmak durumundadır. Olası müşteriler ön camdan içeri bakarak restoranların kaliteleri konusunda bir fikir edinebilir, ancak bu değerlendirme çok doğru olmayacaktır. İlk gelen müşteri o anda boş olan her iki restorana bakar ve gördüklerine dayanarak bir seçim yapar. İkinci gelen müşteri, ilk müşteriye bakarak bir düşünceye varabilir. Eğer ikinci müşteri de ilk müşterinin oturmakta olduğu restorana girerse, üçüncü gelen müşteri aynı yerde iki kişinin yemek yediğini görecektir. Sonuçta o akşam tüm olası müşteriler aynı restorana girebilirler, oysa bu restoran diğerinden daha kötü olabilir. Eğer tüm müşteriler bir araya gelip ilk izlenimlerini grup halinde tartışabilselerdi, hangi restoranın daha iyi olacağı konusunda bir karara varabilirlerdi. Ancak bu senaryoda, yatırımcılar birbirinin peşinden gitmekte ve bilgilerini birbirlerine aktarmamaktadırlar (Shiller, 2001: 192).

Bilgi çağlayanı etkisi birbirini izleyen birkaç aşamada gerçekleşmektedir. Örneğin (Ertan, 2007: 48-49):

1.aşama: Bir hisse senedinin fiyatı herhangi bir ekonomik olay ile açıklanamayacak bir şekilde yükselir veya düşer.

2.aşama: Bazı yatırımcılar diğer yatırımcıların kendilerinin sahip olmadıkları bir bilgiye sahip olduklarını, bu yükselişlerin veya düşüşlerin diğer yatırımcıların alış veya satışlarından kaynaklandığını düşünürler.

3.aşama: Bu düşüncelerini destekleyecek şekilde alış veya satış yaparlar. Bu davranış hisse senedi fiyatındaki yükselmenin veya düşmenin devam etmesine neden olur.

4.aşama: Bu yeni hareket o zamana kadar çağlayan etkisine kapılmamış olan bir bölüm yatırımcının dikkatini çeker. Bu yatırımcılar yükseliş veya düşüş trendinin devamlı olacağını düşünürler.

Son bölüm ise; çağlayan etkisine yeni yatırımcıların katılmasıyla fiyatların artması veya azalması bir süre daha devam eder.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4 DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİ

Yatırımcılar yatırım kararları alırken, bu kararların oluşmasında pek çok faktör rol oynamaktadır. Yatırımların niteliği ve niceliği bu kararların oluşmasında etkilidir. İlaveten, yatırımcıların davranışları, düşünceleri ve psikolojileri de önem arz etmektedir.

4.1 Araştırmanın Konusu ve Amacı

Bu çalışmanın amacı, davranışsal finans çıkarımlarının anket katılımcıları üzerinde incelenmesidir. Ayrıca, bireysel yatırımcıların yatırımcı profilini ortaya koymak ve yatırımcıların finansal yatırım tercihlerinin belirlenmesinde etkisi olan psikolojik faktörleri davranışsal finans açısından değerlendirmektir. Bu nedenle anket çalışması yapılarak bir alan çalışması yapılmıştır.

Bu alanda önemli bir çalışma, (Döm, 2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın sorularının hazırlanmasında da bu tez çalışmasından da yararlanılmıştır. Çalışmada cinsiyete dayalı yatırım tercihlerinin değişimi ve yatırımcı davranışları, ilişki testleri ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışma sonucunda elde edilen veriler, R i386 3.0.2 istatistik programında analiz edilmiştir.

Çalışma, akademik alanda benzer çalışmalar yapacak araştırmacılara da örnek olma niteliğindedir.

4.2 Araştırmada Kullanılan Hipotezler

Yapılan araştırmada bireysel yatırımcıların yatırım tercihleri ve davranışları belirlenmeye çalışılacaktır. Değişkenler arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılacaktır. Araştırma sonuçlarının değerlendirilmesinde m-kare (M^2) test yönteminden yararlanılmıştır.

Araştırma kapsamında kullanılan hipotezler:

- H₁: Cinsiyet ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₂: Cinsiyet ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₃: Cinsiyet ile portföy riski tanımlaması arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₄: Cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₅: Medeni durum ile siyasi görüşlerin yatırım tercihinin etkisi arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₆: Çocuk sayısı ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₇: Eğitim mezuniyet durumu ile pişmanlıktan kaçınma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₈: Eğitim mezuniyet durumu ile piyasayı yenme arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₉: Aylık gelir durumu ile yatırımın fiyatı düştükçe alırım arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.
- H₁₀: Aylık gelir durumu ve birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

4.3 Araştırmanın Yöntemi

Bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerinin belirlenmesi amacıyla, verileri elde etmek için anket yönteminden yararlanılmış ve hazırlanan ankette 31 soru yer almıştır (Ek 1).

Anket çalışması 437 bireysel yatırımcıya uygulanmıştır. Çalışmada basit tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır. Anket çalışması 29 Mart 2014 ile 23 Nisan 2014 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Anketin birinci bölümünde yatırımcıların demografik özellikleri ölçülmüştür. Bu çerçevede yatırımcılara; cinsiyet, yaş, medeni durum, eğitim, aylık gelir gibi sorular sorulmuştur.

Anketin ikinci bölümünde bireysel yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçları, yatırımcı profilini belirlemek üzere spesifik sorulara yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise; yatırımcı eğilimlerini araştırma amaçlı sorular sorularak soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

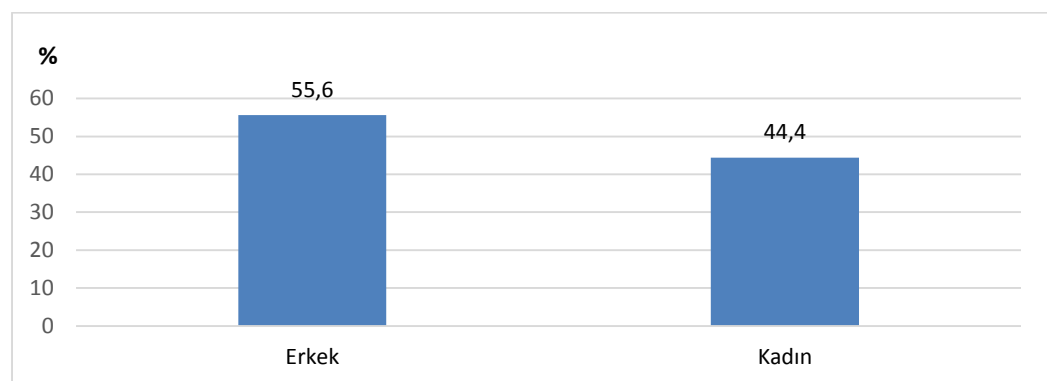
4.4 Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Anket sorularına verilen cevapların yüzdesel olarak dağılımı verilmektedir. Daha sonra değişkenlerin birbirleri ile ilişkileri gösterilmektedir.

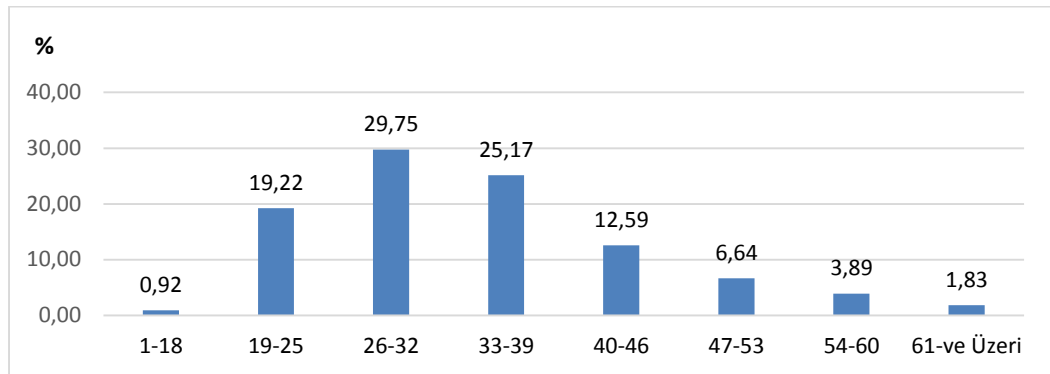
4.4.1 Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi

Hazırlanan anket soruları, bireysel yatırımcıların yatırımcı profilini belirlemek, yatırım tercihlerini ortaya çıkarmak ve yatırımcı psikolojisi ile davranışlarını saptamaya yönelik hazırlanmıştır. Bu bölümde; anket sorularına verilen yanıtların genel bir değerlendirmesi yapılmaktadır.

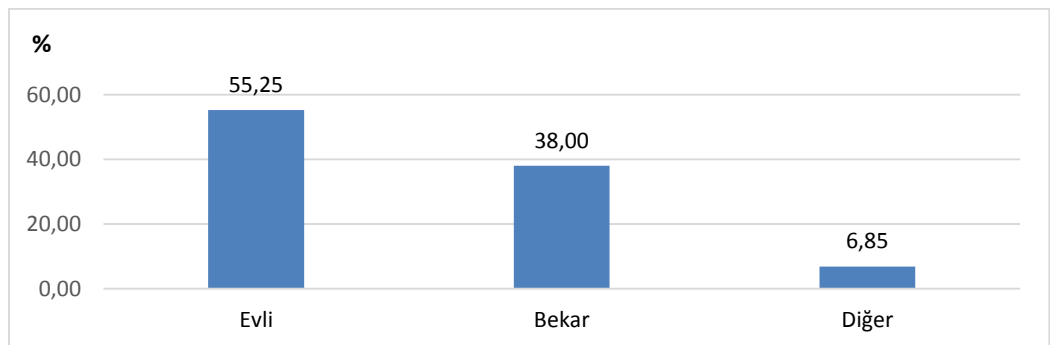
Tablo 4-1: Cinsiyetine Göre Katılımcıların Dağılımı



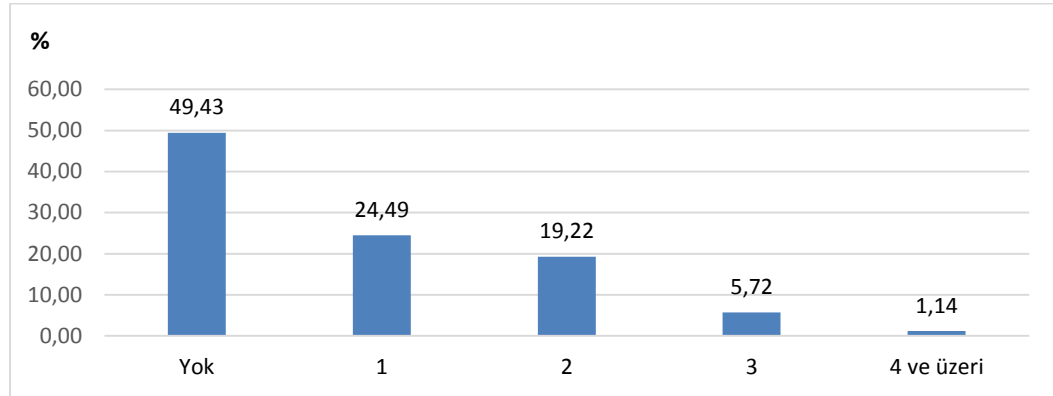
Tablo 4-1' de cinsiyetine göre katılımcıların dağılımı verilmektedir. Ankete yanıt verenlerin (% 55,6)' sı erkek iken, kadın katılımcıların oranı ise (% 44,4) 'tür.

Tablo 4-2: Katılımcıların Yaşa Göre Dağılımı

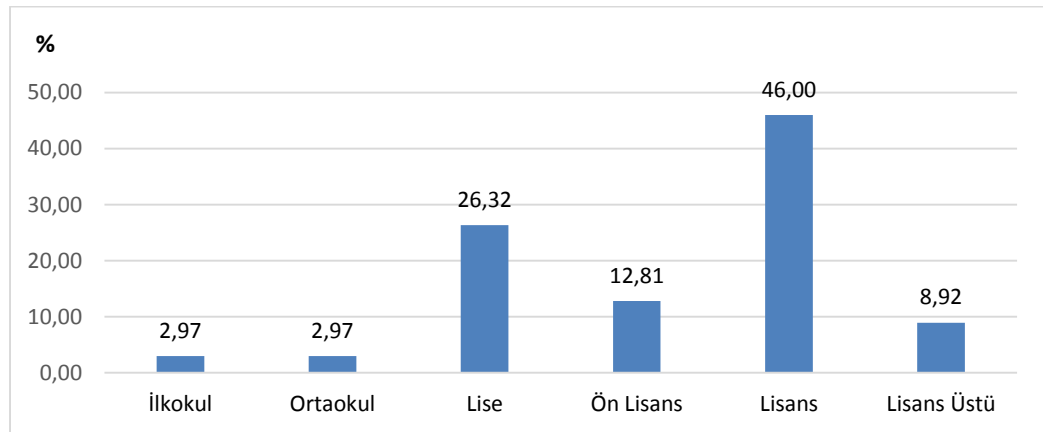
Tablo 4-2’ de katılımcıların yaşa göre dağılımı verilmektedir. Anket katılımcıların önemli bir bölümü (%86,73) 19 – 46 yaş grubu arasındadır. Katılımcıların (%0,92)’ si 1 – 18 yaş grubunda, (%19,22)’ si 19 – 25 yaş grubu aralığındadır. Katılımcıların (%29,75)’ i 26 – 32 yaş grubu aralığında, (%25,17)’ si 33 – 39 yaş grubu aralığında, (%12,59)’ u 40 – 49 yaş grubu aralığında, (%6,64)’ ü 47 – 53 yaş grubu aralığında, (%3,89)’ u 54 – 60 yaş grubu aralığında ve son olarak (%1,83)’ü 61 yaş ve üzeri yaş aralığındadır.

Tablo 4-3: Katılımcıların Medeni Durumuna Göre Dağılımı

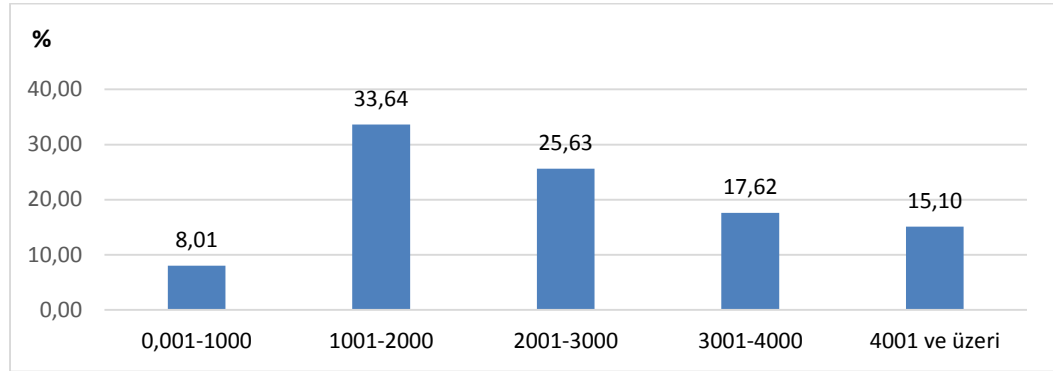
Tablo 4-3’ de katılımcıların medeni durumuna göre dağılımı verilmektedir. “Diğer” seçeneği de eklenerek katılımcıların (boşanmış- eşi vefat etmiş) tam olarak medeni durumları işaretlemeleri hedeflenmiştir. Anket katılımcıların (%55,25)’ i evli, (%38,00)’ i bekâr ve geriye kalan (%6,85)’ i ise diğer seçeneğini işaretlemiştir.

Tablo 4-4: Katılımcıların Sahip Oldukları Çocuk Sayısına Göre Dağılımı

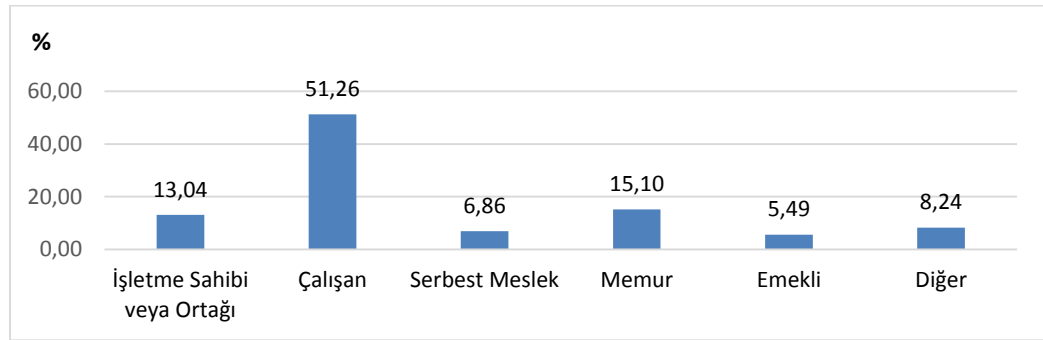
Tablo 4-4 'te katılımcıların sahip oldukları çocuk sayısına göre dağılımı verilmektedir. En fazla (%49,43) ile “çocuğum yok” cevabı işaretlenmiştir. Katılımcılardan “1 çocuğum var” cevabını işaretleyenlerin oranı (%24,49), “2 çocuğum var” cevabını işaretleyenlerin oranı (%19,22), “3 çocuğum var” cevabını işaretleyenlerin oranı (%5,72) ve son olarak “4 ve üzeri çocuğum var” cevabını işaretleyenlerin oranı ise (%1,14)’ tür.

Tablo 4-5: Katılımcıların Eğitim Düzeyine Göre Dağılımı

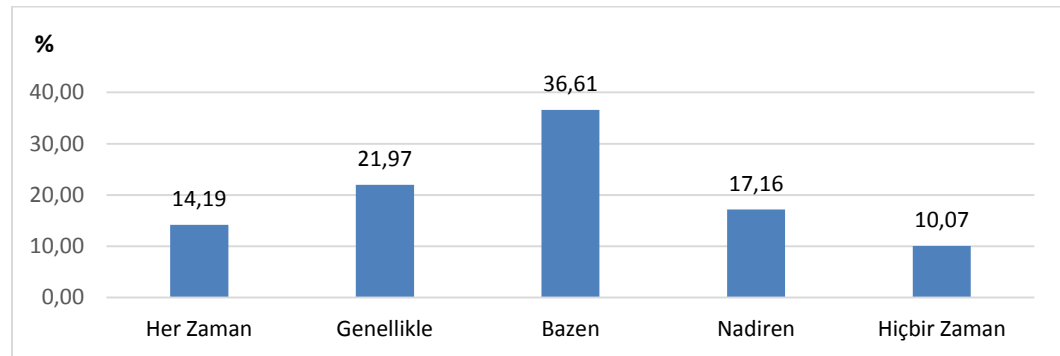
Tablo 4-52'te katılımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımları verilmektedir. Yatırımcıların, (%46,00)' sı lisans mezunu iken, yüksek lisans ve doktora yapanların oranı ise (%8,92)' dir. İlkokul ve ortaokul mezunu olanların toplam oranı ise, (%5,94)' tür. Lise mezunu olanların oranı (%26,32) iken ön lisans mezunu olanların oranı ise (%12,81)' dir.

Tablo 4-6: Katılımcıların Aylık Gelir Düzeyine Göre Dağılımı

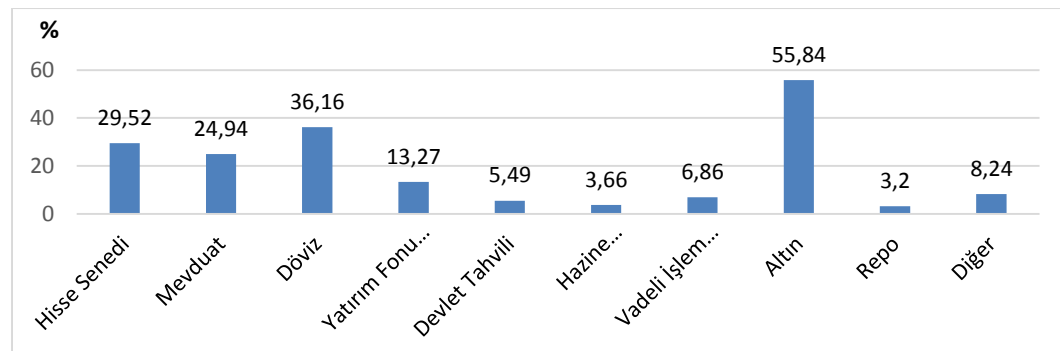
Tablo 4-6' da katılımcıların aylık gelir düzeyine göre dağılımı verilmektedir. Katılımcılar içerisinde en çok 1001 – 2000 TL aralığında (%33,64) aylık gelir sahibi olanlar vardır. Katılımcıların (%8,01)' i ise 0,01 – 1000 TL aralığında gelir elde etmektedir. Katılımcıların (%25,63)' ü 2001 – 3000 TL aralığında, (%17,62)' si 3001 – 4000 TL aralığında ve geriye kalan katılımcıların (%15,10)' u ise 4001 ve üzeri gelir grubu aralığındadır.

Tablo 4-7: Katılımcıların Meslek Durumuna Göre Dağılımı

Tablo 4-7' de katılımcıların meslek durumlarına göre dağılımı verilmiştir. Katılımcılar arasında en fazla (%51,26) çalışan grubu işaretlenmiştir. Katılımcıların (%13,04)' ü işletme sahibi veya ortağı, (%6,86)' sı ise serbest meslek grubundadır. Cevap verenlerin (%15,10)' u memur, (%5,49)' u emekli ve son olarak (%8,24)' ü ise diğer meslek grubundadır.

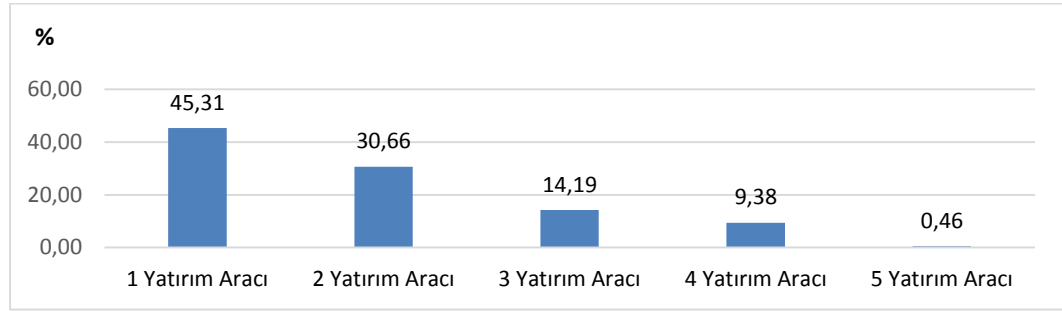
Tablo 4-8: Riske Girme Eğilimleri

Tablo 4-8 'de katılımcıların riske girme eğilimleri gösterilmiştir. Katılımcıların büyük çoğunluğu (%36,61) riske girmeyi bazen sevdiğini belirtmiştir. Her zaman riske girmeyi sevenlerin oranı (%14,19) ve genellikle sevenlerin oranı ise (%21,97)' dir. Katılımcıların (%17,16)' sı nadiren riske girmeyi severken, (%10,07)' si ise hiçbir zaman cevabını vermiştir.

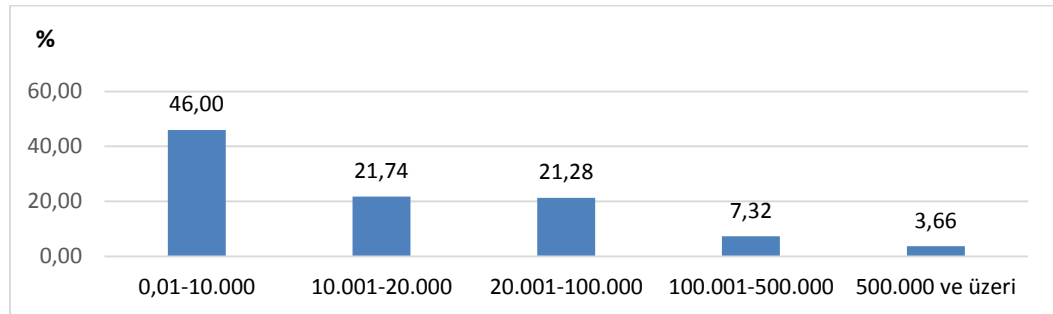
Tablo 4-9: Katılımcıların Tercih Ettikleri Yatırım Araçları *

* Birden fazla seçenek işaretlenmiştir.

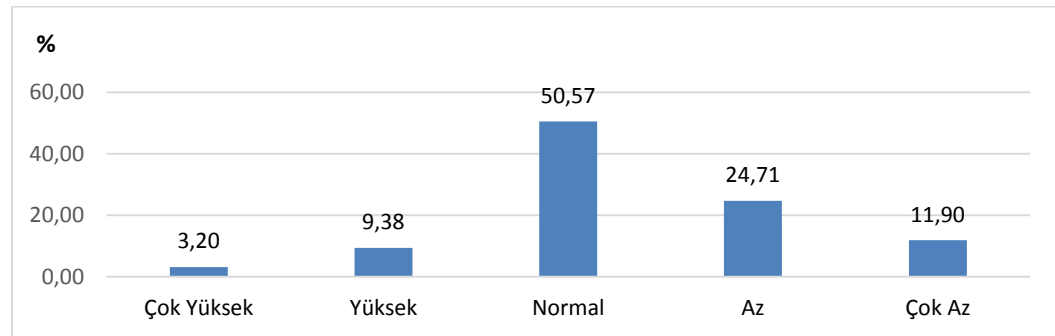
Tablo 4-9'da katılımcıların portföylerindeki yatırım araçları tercihlerine göre dağılımı verilmektedir. Anket katılımcılarının büyük çoğunluğu portföylerinde (%55,84) altın yatırım aracına yer vermiştir. Yine aynı şekilde döviz (%36,16), mevduata (%24,94) ve hisse senedine (%29,52) yatırım da ilgi görmektedir. Portföylerde yatırım araçları; yatırım fonu (A – B Tipi) (%13,27), devlet tahvili (%5,49), hazine bonosu (%3,66), vadeli işlem sözleşmeleri (%6,86), repo (%3,2) ve son olarak diğer yatırım araçları (%8,24) olarak işaretlenmiştir.

Tablo 4-10: Yatırım Aracı Sayısına Göre Portföylerin Dağılımı

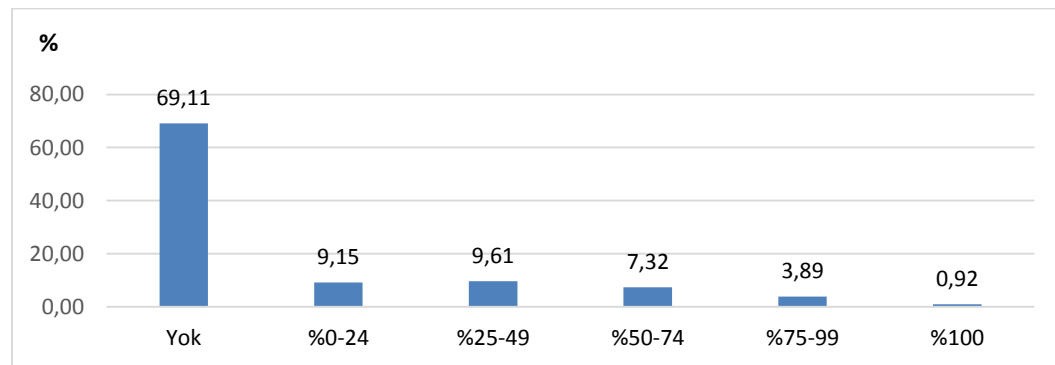
Tablo 4-10’ da portföylerin içerisinde kaç farklı yatırım aracı olduğuna göre dağılımı gösterilmektedir. Katılımcılar en fazla 1 yatırım aracına (%45,31) yatırım yaptıklarını belirtmişlerdir. Katılımcılardan 2 yatırım aracına yatırım yapanlar (%30,66), 3 yatırım aracına yatırım yapanlar (%14,19) ve 4 yatırım aracına yatırım yapanlar ise (%9,38)’ dir. Katılımcılar en az 5 yatırım aracına (%0,46) yatırım yaptıklarını ifade etmişlerdir.

Tablo 4-11: Yatırım Portföyü Büyüklüğü

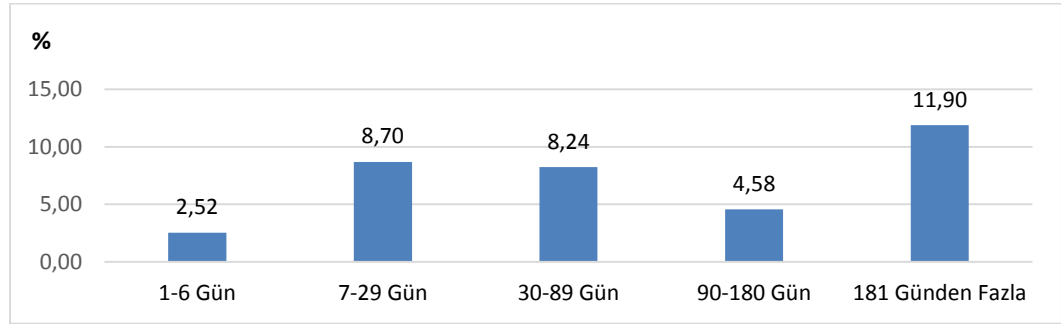
Tablo 4-11’ de katılımcıların yatırım portföylerinin büyüklüklerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır. En fazla seçenek çeşitlendirme tercih edilmeden (%46,00) ile 10.000 TL’ ye kadar seçeneği işaretlenmiştir. Katılımcıların 10.001 – 20.000 aralığını işaretleyenlerin oranı (%21,74), 20.001 – 100.000 aralığını işaretleyenlerin oranı ise (%21,28) ve 100.001- 500.000 aralığını işaretleyenlerin oranı ise (%7,32)’ dir. En az seçenek (%3,66) 500.000 ve üzeri olarak ifade edilmiştir.

Tablo 4-12: Portföy Riski Durumu

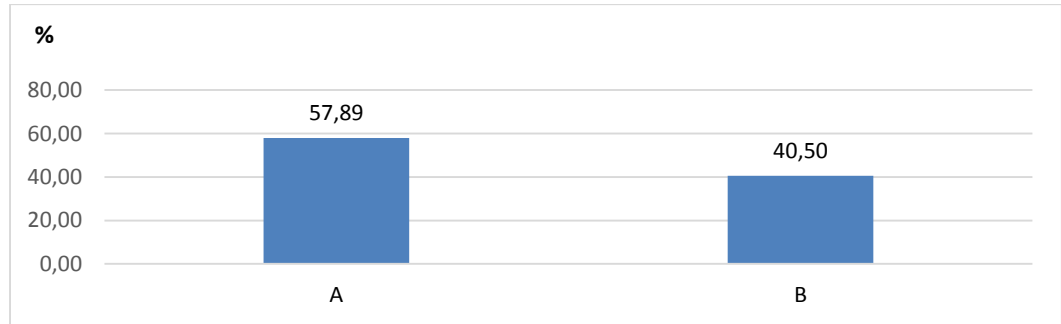
Tablo 4-12’ de yatırımcılar portföyünüzün riskini nasıl tanımladınız sorusuna yanıt vermişlerdir. Yatırımcıların yarısı portföylerinin riskini (%50,57) normal olarak ifade edilmiştir. En az seçenek (%3,20) çok yüksek tercih edilmiştir. Portföyünün riskini yüksek ifade edenlerin oranı (%9,38), az ifade edenlerin oranı ise (%24,71)’dir. Son olarak çok az seçeneğini işaretleyenler (%11,90) olarak görülmektedir.

Tablo 4-13: Portföydeki Hisse Senedi Oranı

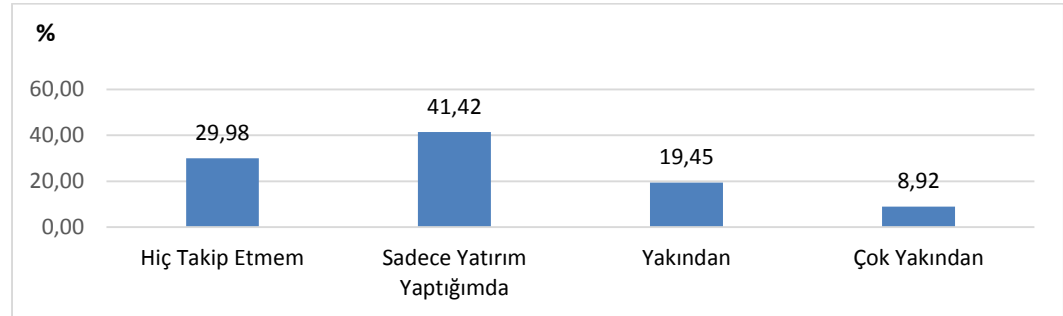
Tablo 4-13’te katılımcıların şu anki portföyünüzde hisse senedi oranı nedir sorusuna verdikleri cevaplar verilmektedir. Katılımcı portföylerinin yarısından fazlasında (%69,11) hisse senedi bulunmamaktadır. Portföyünün tamamını hisse senedine yatıran yatırımcı oranı ise sadece (%0,92)’ dir. Katılımcıların verdikleri cevaplarda; (% 9,15)’i (%0 – 24) aralığında, (%9,61)’ i (%24 – 49) aralığında, (%7,32)’si (%50 – 74) aralığında ve son olarak (%3,89)’ u ise (%75 – 99) aralığında portföylerinde hisse senedine yatırım yaptıkları görülmektedir.

Tablo 4-14: (Alınıyorsa) Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Süresi

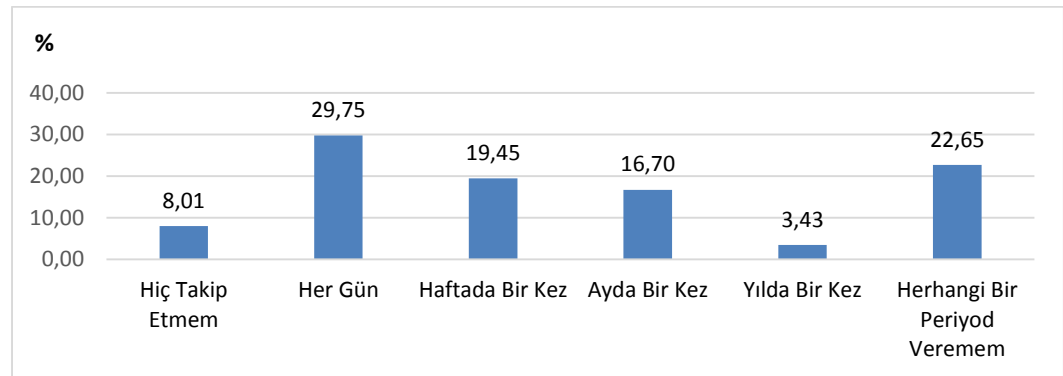
Tablo 4-14' te katılımcıların hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi gösterilmiştir. En fazla seçenek 181 günden fazla (%11,90) işaretlenmiştir. Katılımcılar en az (%2,52) 1 – 6 gün arasını işaretlemiştir. 7- 29 gün arasını işaretleyenler (%8,70), 30 – 89 gün arasını işaretleyenler (%8,24) ve son olarak 90 – 180 gün arasını işaretleyenlerin oranı ise (%4,58)' dir.

Tablo 4-15: Portföydeki İki Farklı Hissenin Kar - Zarar Durumuna Göre Karşılaştırılması

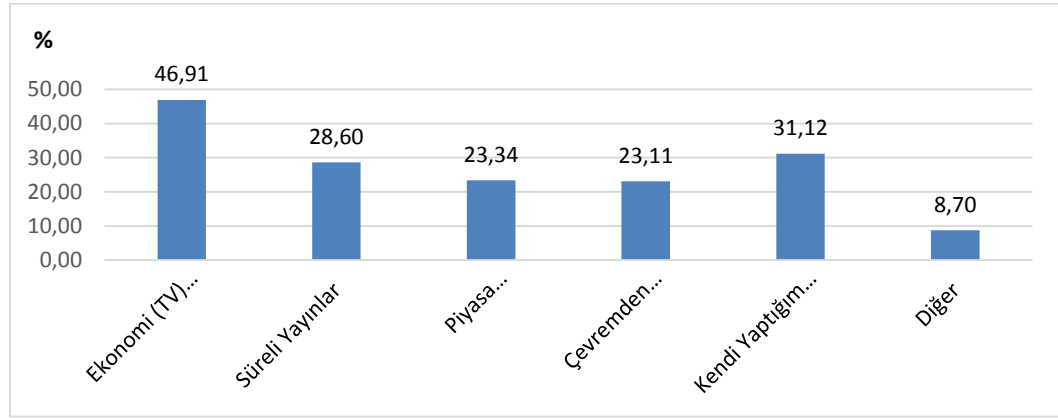
Yansıma etkisi test edildiği soruda, deneklerin yarısından fazlası (%55,89) getiri sağlayan A hissesini, katılımcıların (%40,50)' si kaybettiren B hissesini satacağını belirtmiştir. Referans noktasına göre; (bu soruda alım noktası) referans noktasının üstünde yani kazanç durumunda riskten kaçma, referans noktasının altında ise kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçma eğilimleri oluşmaktadır.

Tablo 4-16: Finans Piyasalarını Takip Etme Durumu

Katılımcıların finansal piyasaları takip sıklıkları ile ilgili verdikleri cevaplarda; (%29,98)' i hiç takip etmem, (%19,45)' i yakından, (%8,92)'si çok yakından seçeneklerini işaretlemişlerdir. En fazla işaretlenen seçenek (%41,42) ile sadece yatırım yaptığımda ifadesidir.

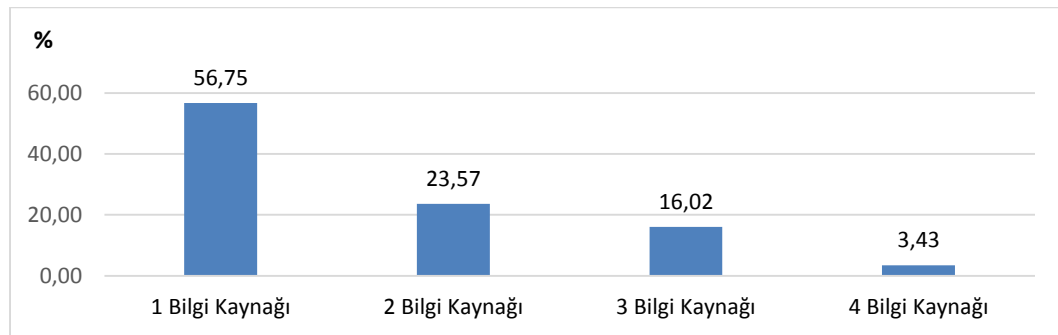
Tablo 4-17: Yatırımın Tekrar Gözden Geçirilmesi

Anket katılımcılarının yatırımlarını gözden geçirme süreleri ile ilgili verdikleri cevaplarda; (%8,01)' i “hiç takip etmem”, (%29,75)' i “her gün”, (%19,45)' i “haftada bir kez”, (%16,70)' i “ayda bir kez”, (%3,43)' ü “yılda bir kez” ve (%22,65)' i “herhangi bir periyod veremem” ifadesini seçmiştir.

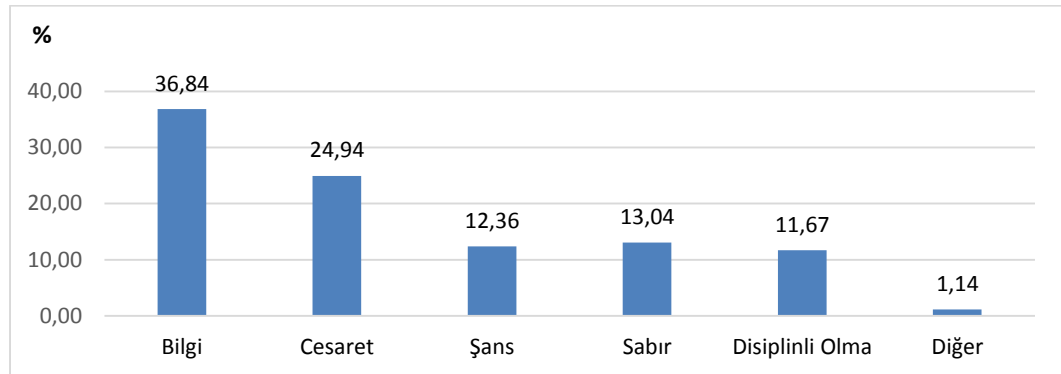
Tablo 4-18: Yatırım Yapmadan Önce Başvurulan Bilgi Kaynakları*

*Birden fazla seçim yapılabilir.

Yatırımcıların kullandıkları bilgi kaynaklarına bakıldığında; pek çok katılımcı (%46,91) Ekonomi (TV) kanallarını takip ederken, bunu sırasıyla süreli yayınlar (%28,60) ve piyasa profesyonellerinin görüşleri (%23,34) takip etmektedir. Daha sonra çevremden duyduğum yatırımlar (%23,11), kendi yaptığım teknik ve temel analiz (%31,12) ve diğer (%8,70) kullanmayı tercih etmektedirler.

Tablo 4-19 Yatırım Öncesi Kaynak Bilgi Dağılımı

Yatırım yapmadan önce bilgi aldığınız bilgi kaynaklarınız nelerdir sorusuna katılımcıların büyük çoğunluğu (%56,75) sadece 1 bilgi kaynağından bilgi aldıklarını belirtmişlerdir. Daha sonra katılımcılar sırasıyla (%23,57) 2 bilgi kaynağını, (%16,02) 3 bilgi kaynağını kullandıklarını belirtmişlerdir. 4 bilgi kaynağını kullananların oranı sadece (3,43)'tür.

Tablo 4-20: Kazanan Bir Yatırımcıda Olması Gereken Temel Özellikler

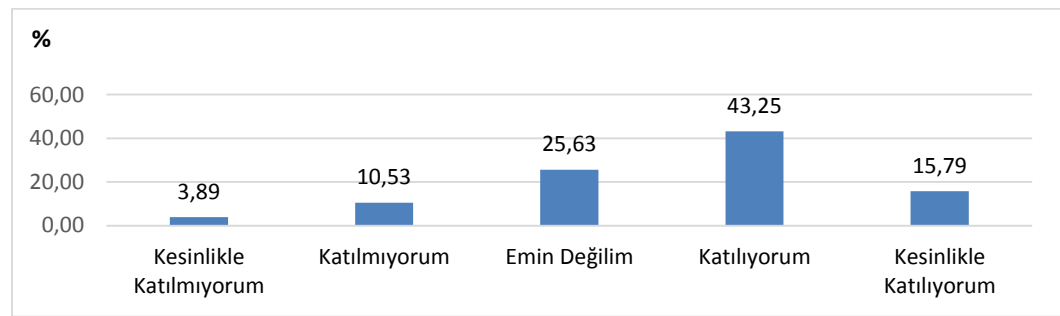
Tablo 4-20’ de katılımcıların yatırımcılarda olması gereken en temel nitelik sorusuna verdikleri cevaplara bakıldığında; en fazla (%36,84) ile “bilgi” seçeneği işaretlenmiştir. Bunu sırasıyla (%29,84) “cesaret”, (%12,36) “şans”, (%13,04) “sabır” ve (%11,67) “disiplinli olma” takip etmektedir. En az (%1,14) ile “diğer” seçeneği işaretlenmiştir.

Tablo 4-21’ den itibaren katılımcılara, yatırımcı eğilim ve davranışlarını belirlemeye yönelik oluşturulan ifadelere cevap istenmiştir. Bu bölümde yer alan ifadeler ve temsil ettikleri eğilimler şu şekildedir:

- Yatırım yaparken ve yaptıktan sonra kendime ve yatırıma güvenim çok yüksektir. (Aşırı güven)
- Ben yatırımlarım sayesinde her zaman piyasayı yenerim. (Aşırı güven)
- Zarar edersem hemen stop-loss kullanıp pozisyonumu kapatırım ve fazla zarar etmem. (Pişmanlıktan Kaçınma)
- Zarar edersem zararım çıkana kadar yatırıma satmam hatta düştükçe alırım. (Pişmanlıktan Kaçınma)
- Borsa performansı iyi olan şirket iyi bir şirket midir? (Temsil Edilebilirlik)
- Dini inançlarımın yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır. (Sosyo - kültürel Faktörlerin Yatırım Kararına Etkisi)
- Siyasi görüşlerimin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır. (Sosyo - kültürel Faktörlerin Yatırım Kararına Etkisi)
- Piyasadaki diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket ederim. (Sürü Psikolojisi)
- Yatırımınız sonucu eğer kayıp ortaya çıkarsa daha sonraki yatırımlarınızda bu durumdan dolayı daha dikkatli davranır mısınız? (Kayıptan Kaçınma)

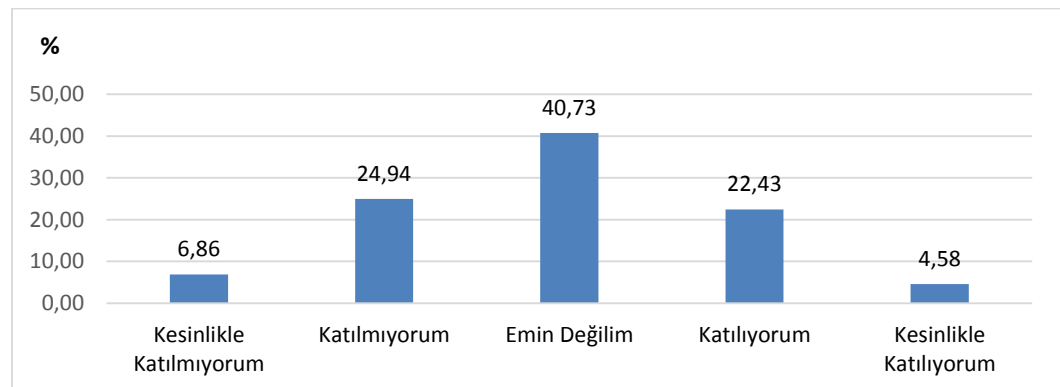
- Yatırımınızın geçmiş performansı, gelecekte oluşacak getiriye tahmin etmede kullanılabilir mi? (Çerçeveleme)
- Küçük hisseler daha çok kazandırsa bile ben yine de büyük şirketleri tercih ederim. (Demirleme)
- Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih ederiniz? (Kesinlik Etkisi)
- Hisse senetleri piyasası Ocak ayında daha iyi getiri sağlar. (Anomali)

Tablo 4-21: Yatırım Yapmadan Önce ve Yatırım Yaptıktan Sonra Yatırımcının Kendisine ve Yatırımına Olan Güven Durumu

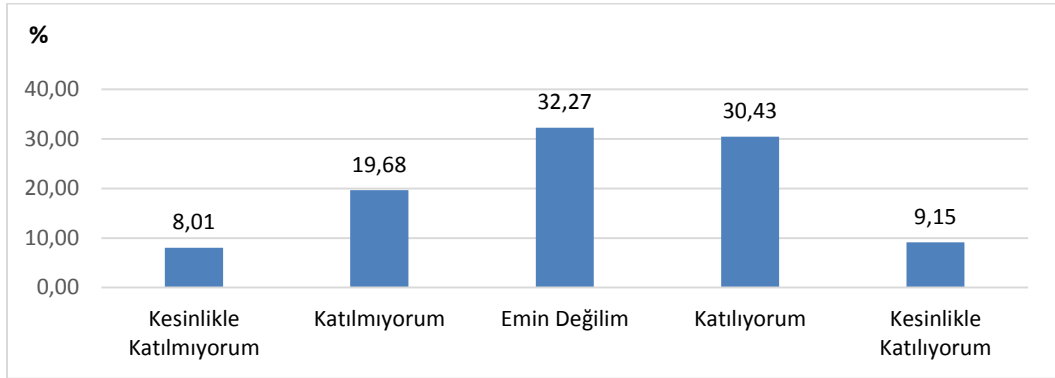


Yatırım yaparken ve yaptıktan sonra kendime ve yatırıma güvenim çok yüksektir önermesine katılımcıların verdikleri cevaplarda; anket katılımcılarının (%59,04) ü “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%14,42) si ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%25,63) ü ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

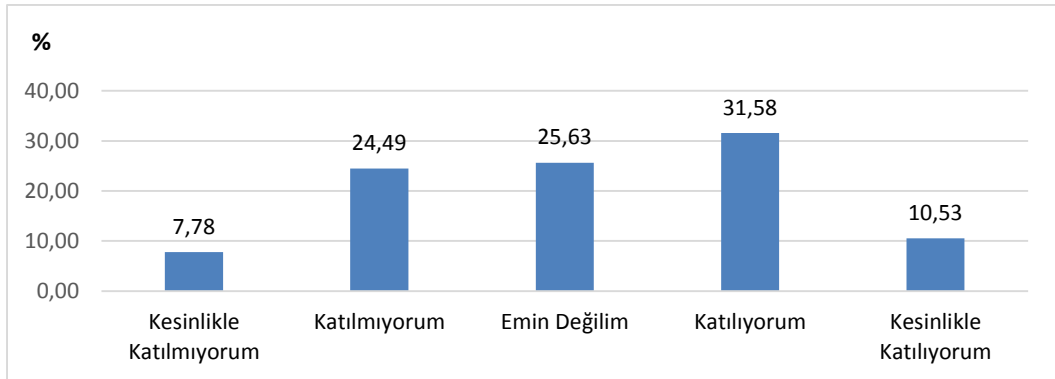
Tablo 4-22: Aşırı Özgüvenin Değerlendirilmesi



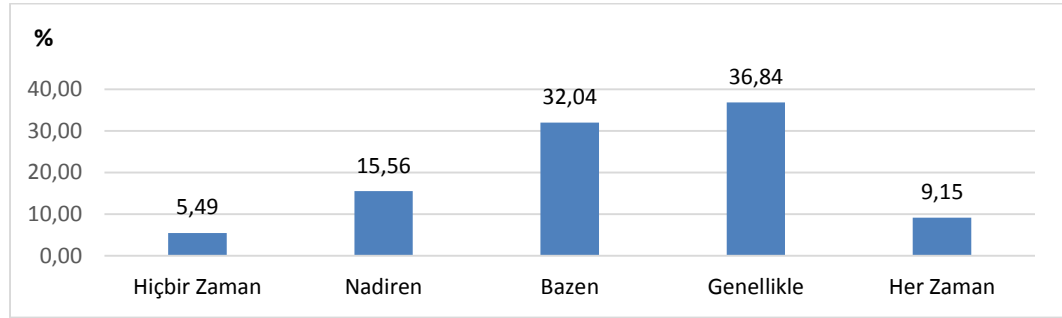
Ben yatırımlarım sayesinde her zaman piyasayı yenerim önermesi için katılımcıların verdikleri cevaplarda; anket katılımcılarının (%27,01) i “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%31,8) i ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%40,73) ü ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-23: Zarar Durumunda Stop – Loss Kullanılıp Pozisyonun Kapatılması

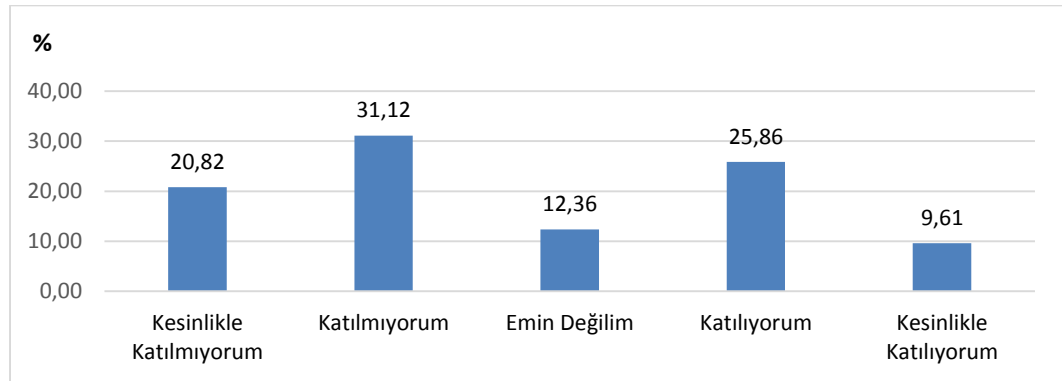
Zarar edersem hemen stop – loss kullanıp pozisyonumu kapatırım ve fazla zarar etmem önermesi için katılımcılar; (%39,58) “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%27,69) ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%32,27)’si ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-24: Zarar Edilen Yatırımın Alım veya Satım Yönünde Değerlendirilmesi

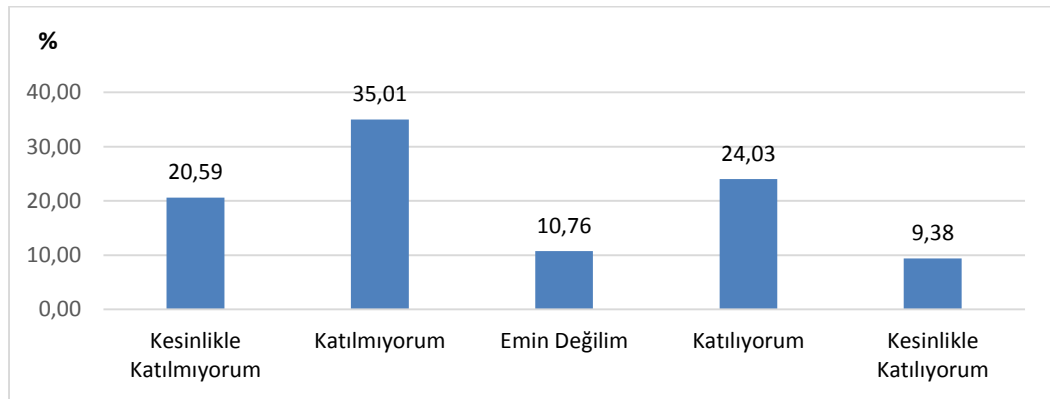
Zarar edersem zararım çıkana kadar yatırımımı satmam hatta düşükçe alırım önermesi için katılımcılar; (%42,11) “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%32,27) ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%25,63)’ü ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-25: Borsa Performansı ile Şirketin İyi Olma Tanımlaması Arasındaki İlişki

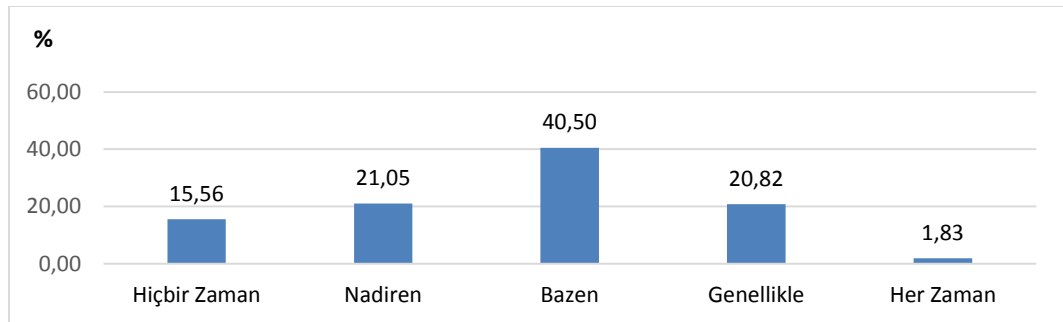
Borsa performansı iyi olan şirket iyi midir önermesi için sorulan soruda, katılımcılar en fazla (%36,84) genellikle cevabını vermiştir. Anket katılımcılarının (%5,49)' u "hiçbir zaman", (%15,56)' sı nadiren cevabını vermiştir. Katılımcılardan "bazen" cevabını verenlerin oranı (%32,04) ve "her zaman" cevabını verenlerin oranı da (%9,15)' tir.

Tablo 4-26: Dini İnançların Yatırım Kararları Üzerine Etkileri

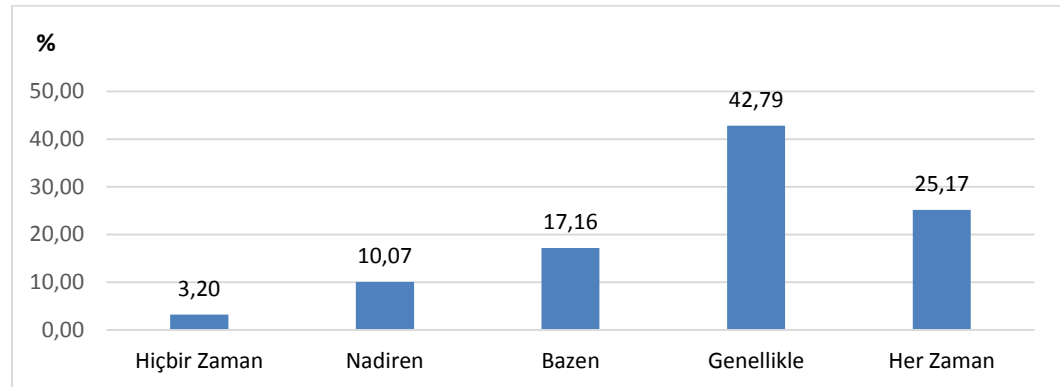
Dini inançlarının yatırım kararları üzerine etkisi vardır önermesi için değerlendirmeye alınan 437 deneğin; (%35,47)' si "katılıyorum" cevabını işaretlerken, (%51,94)' ü ise "katılmıyorum" cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%12,36)' sı ise "emin değilim" cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-27: Siyasi Görüşlerin Yatırım Kararları Üzerine Etkileri

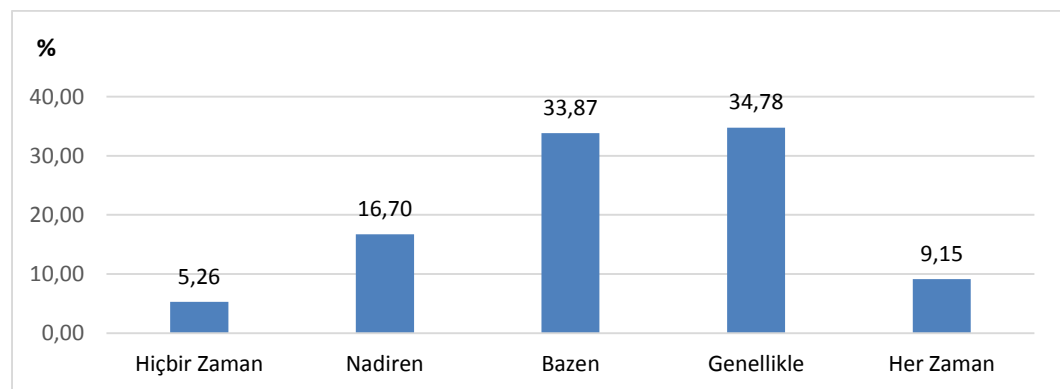
Siyasi görüşlerimin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır önermesi için değerlendirmeye alınan 437 deneğin; (%33,41)'i “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%55,6)’ sı ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%10,76)’ sı ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-28: Piyasadaki Diğer Yatırımcıların Gözlem ve Hareketleri Doğrultusunda Hareket Etme Durumunun Değerlendirilmesi

Piyasadaki diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket ederim sorusuna katılımcılar; en fazla (%40,50) ile “bazen” cevabını işaretlerken, en az (%1,83) ile “her zaman” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%15,56)’ sı “hiçbir zaman”, (%21,05)’ i “nadiren” ve (%20,82)’ si ise “genellikle” cevabını vermişlerdir.

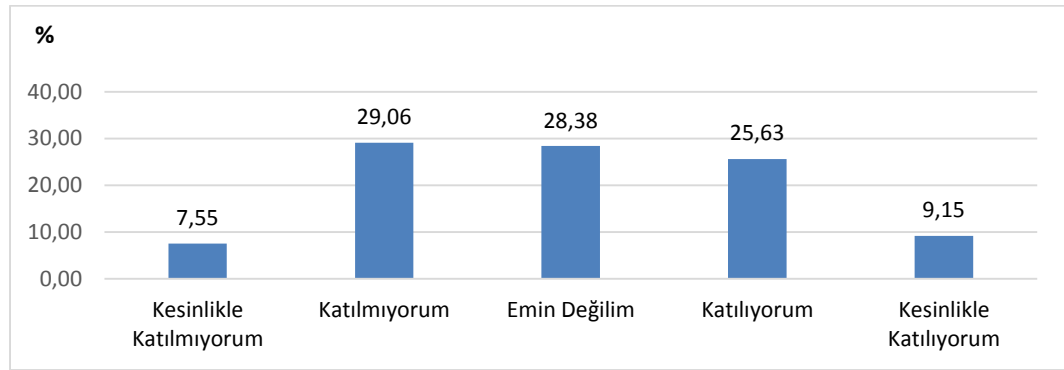
Tablo 4-29: Yatırım Sonucunda Kayıp Ortaya Çıkması Durumuna Göre Davranış Türü

Yatırımınız sonucu eğer kayıp ortaya çıkarsa daha sonraki yatırımlarınızda bu durumdan dolayı daha dikkatli davranır mısınız sorusuna, anket katılımcılarının (%42,79)' u genellikle cevabını vermiştir. Katılımcıların (%3,20)' si “hiçbir zaman”, (%10,07)' si ise “nadiren” cevabını vermiştir. Anket katılımcılarından “Bazen” cevabını verenlerin oranı (%17,16) ve “her zaman” cevabını verenlerin oranı da (%25,17)' dir.

Tablo 4-30: Yatırımın Geçmiş Performansının, Gelecekte Oluşacak Getiriyi Tahmin Etmede Kullanılabilir Durumu

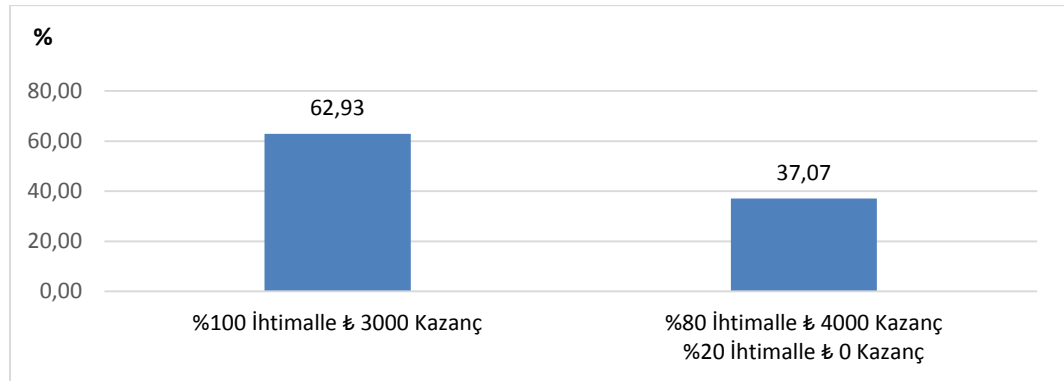
Yatırımınız geçmiş performansı, gelecekte oluşacak getiriyi tahmin etmede kullanılabilir mi sorusuna, anket katılımcılar en fazla (%34,78) “genellikle” cevabını vermiştir. Katılımcılar en az (%5,26) “hiçbir zaman” olarak ifade etmiştir. Katılımcıların (%16,70)' i “nadiren” cevabını verirken, “Bazen” cevabını verenlerin oranı (%33,87) ve “her zaman” cevabını verenlerin oranı da (%9,15)' dir.

Tablo 4-31: Küçük Şirketlerin Hisseleri Kazandırsa Bile Büyük Şirketlerin Hisselerini Tercih Etme Durumu

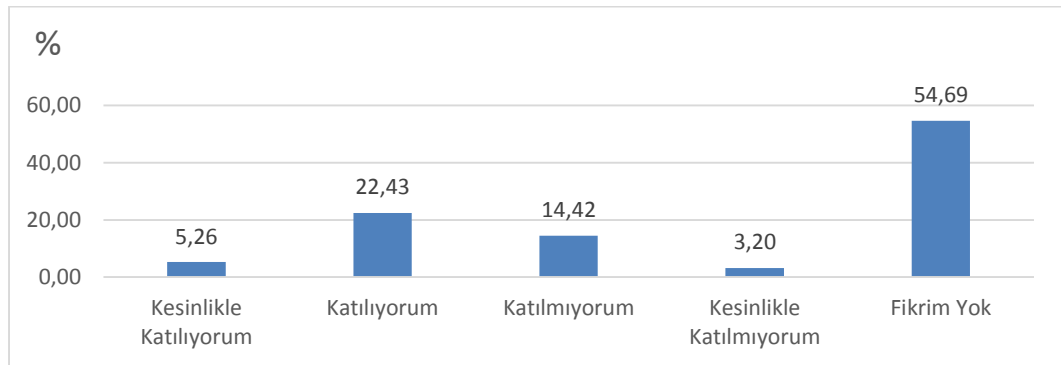


Küçük hisseler daha çok kazandırsa bile ben yine de büyük şirketleri tercih ederim önermesi için değerlendirmeye alınan 437 deneğin; (%34,78)'i “katılıyorum” cevabını işaretlerken, (%36,61)’ i ise “katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların (%28,38)’ i ise “emin değilim” cevabını vermişlerdir.

Tablo 4-32: Karar Verme Aşamasında Seçeneklerin Karşılaştırılması



Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih ederiniz sorusu için değerlendirmeye alınan 437 deneğin; (%62,93)’ ü “%100 ihtimalle 3000 TL kazanç” cevabını işaretlerken, (%37,07)’ si ise “%80 ihtimalle 4000 TL kazanç ve %20 ihtimalle 0 TL kazanç” cevabını vermişlerdir. Katılımcılar kesinlik etkisinde belirtildiği üzere kesin kazancı tercih etmişlerdir.

Tablo 4-33: Ocak Ayı Anomalisinin Bilinilirliğinin Değerlendirilmesi

Hisse senetleri Ocak ayında daha iyi getiri sağlar anomalisi için yatırımcıların yarısından fazlası “fikrim yok” cevabını vererek Ocak ayı anomalisini bilmedikleri ortaya çıkmıştır. Katılımcıların (%27,69)’u “katılıyorum”, katılımcıların (%17,62)’ si ise “katılmıyorum” cevabını vermiştir.

4.4.2 Anket Sonuçlarının Karşılaştırmalı Olarak Değerlendirilmesi

Bu bölümde anket çalışmamızda belirlediğimiz hipotezlere ilişkin ilişki testleri uygulanmıştır. Verilerin niteliğinden dolayı m-kare (M^2) test yönteminden yararlanılmıştır.

Nominal data söz konusu iken pearson ki kare testi uygulanırken, değişkenlerden herhangi biri ordinal data olduğunda yine bir ki kare testi olan (M^2) istatistiği kullanılması gerekmektedir (Agresti, 2007).

H_0 : Cinsiyet ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Cinsiyet ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-34 Cinsiyet ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişki

Cinsiyet	Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma					
	1 Y.A	2 Y.A	3 Y.A	4 Y.A	5 Y.A	TOPLAM
Erkek	106	68	39	28	2	243
Kadın	92	66	23	13	0	194
TOPLAM	198	134	62	41	2	437

Y.A: Yatırım Aracı

Tablo 4-35 Cinsiyet ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişkinin Frekans testi

Cinsiyet	Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma				
	1 Y.A	2 Y.A	3 Y.A	4 Y.A	5 Y.A
Erkek	0.436	0.280	0.160	0.115	0.008
Kadın	0.474	0.340	0.119	0.067	0.000

Y.A: Yatırım Aracı

M^2 test istatistik değeri 4.35 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.03 olduğundan H_0 : reddedilebilir. Dolayısıyla, cinsiyet ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı tespit edilmiştir.

H_0 : Cinsiyet ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Cinsiyet ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-36 Cinsiyet ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişki

Cinsiyet	Yatırım Portföyü Büyüklüğü					TOPLAM
	0,01-10.000	10.001-20.000	20.001-100.000	100.001-500.000	500.000 ve üzeri	
Erkek	91	54	59	25	14	243
Kadın	110	41	34	7	2	194
TOPLAM	201	95	93	32	16	437

Tablo 4-37 Cinsiyet ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Cinsiyet	Yatırım Portföyü Büyüklüğü				
	0,01-10.000	10.001-20.000	20.001-100.000	100.001-500.000	500.000 ve üzeri
Erkek	0.374	0.222	0.243	0.103	0.058
Kadın	0.567	0.211	0.175	0.036	0.010

M^2 test istatistik değeri 23.84 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0 olduğundan H_0 reddedilebilir. Dolayısıyla cinsiyet ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı tespit edilmiştir.

H_0 : Cinsiyet ile portföy riski tanımlaması arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Cinsiyet ile portföy riski tanımlaması arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-38 Cinsiyet ile Portföy Riski Arasındaki İlişki

Cinsiyet	Portföy Riski					
	Çok yüksek	Yüksek	Normal	Az	Çok Az	TOPLAM
Erkek	10	35	129	45	23	242
Kadın	4	6	92	63	29	194
TOPLAM	14	41	221	108	52	436

Tablo 4-39 Cinsiyet ile Portföy Riski Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Cinsiyet	Portföy Riski				
	Çok yüksek	Yüksek	Normal	Az	Çok Az
Erkek	0.041	0.145	0.533	0.186	0.095
Kadın	0.021	0.031	0.474	0.325	0.149

M^2 test istatistik değeri 20.75 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0 olduğundan H_0 reddedilebilir. Bundan dolayı, cinsiyet ile portföy riski tanımlaması arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı anlaşılmaktadır.

H_0 : Cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır değildir.

Tablo 4-40 Cinsiyet ile Riske Girmeyi Sevmek Arasındaki İlişki

Cinsiyet	Riske Girmeyi Sevme					TOPLAM
	Her zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir zaman	
Erkek	46	58	87	31	21	243
Kadın	16	38	73	44	23	194
TOPLAM	62	96	160	75	44	437

Tablo 4-41 Cinsiyet ile Riske Girmeyi Sevmek Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Cinsiyet	Riske Girmeyi Sevme				
	Her zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir zaman
Erkek	0.189	0.239	0.358	0.128	0.086
Kadın	0.082	0.196	0.376	0.227	0.119

M^2 test istatistik değeri 14.11 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.0002 olduğundan H_0 reddedilebilir. Bu sebeple, cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı anlaşılmaktadır.

H_0 : Medeni durum ile siyasi görüşlerin yatırım tercihinin etkisi arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Medeni durum ile siyasi görüşlerin yatırım tercihinin etkisi arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-42 Medeni Durum ile Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi Arasındaki İlişki

Medeni Durum	Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi					
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK	TOPLAM
Evli	50	81	20	67	23	241
Bekar	36	63	22	29	15	165
Diğer	4	9	5	9	3	30
TOPLAM	90	153	47	105	41	436

Tablo 4-43 Medeni Durum ile Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi Arasındaki İlişkinin Frekans Dağılımı

Medeni Durum	Siyasi Görüşlerin Yatırım Tercihine Etkisi				
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK
Evli	0.207	0.336	0.083	0.278	0.095
Bekar	0.218	0.382	0.133	0.176	0.091
Diğer	0.133	0.300	0.167	0.300	0.100

M^2 test istatistik değeri 0.08 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.78 olduğundan H_0 reddedilemez. Dolayısıyla medeni durum ile siyasi görüşlerin yatırım tercihinin etkisi arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olduğuna yönelik istatistiksel kanıt mevcuttur.

H_0 : Çocuk sayısı ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Çocuk sayısı ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-44 Çocuk Sayısı ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişki

Çocuk Sayısı	Yatırım Portföyü Büyüklüğü					TOPLAM
	0,01-10.000	10.001-20.000	20.001-100.000	100.001-500.000	500.001 ve üzeri	
Yok	116	51	40	8	1	216
1	44	28	22	10	3	107
2	34	13	23	8	6	84
3	6	2	8	5	4	25
4 ve üzeri	1	1	0	1	2	5
TOPLAM	201	95	93	32	16	437

Tablo 4-45 Çocuk Sayısı ile Yatırım Portföyü Büyüklüğü Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Çocuk Sayısı	Yatırım Portföyü Büyüklüğü				
	0,01-10.000	10.001-20.000	20.001-100.000	100.001-500.000	500.001 ve üzeri
Yok	0.537	0.236	0.185	0.037	0.005
1	0.411	0.262	0.206	0.093	0.028
2	0.405	0.155	0.274	0.095	0.071
3	0.240	0.080	0.320	0.200	0.160
4 ve üzeri	0.200	0.200	0.000	0.200	0.400

M^2 test istatistik değeri 39.66 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0 olduğundan H_0 reddedilebilir. Dolayısıyla, çocuk sayısı ile yatırım portföyü büyüklüğü arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı görülmektedir.

H_0 : Eğitim mezuniyet durumu ile pişmanlıktan kaçınma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Eğitim mezuniyet durumu ile pişmanlıktan kaçınma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-46 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Pişmanlıktan Kaçınma Arasındaki İlişki

Eğitim Durumu	Pişmanlıktan Kaçınma		
	A Hissesi	B Hissesi	TOPLAM
İlkokul	6	7	13
Ortaokul	6	6	12
Lise	65	49	114
Ön Lisans	35	21	56
Lisans	121	76	197
Lisansüstü	20	19	39
TOPLAM	253	178	431

Tablo 4-47 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Pişmanlıktan Kaçınma Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Eğitim Durumu	Pişmanlıktan Kaçınma	
	A Hissesi	B Hissesi
İlkokul	0.462	0.538
Ortaokul	0.500	0.500
Lise	0.570	0.430
Ön Lisans	0.625	0.375
Lisans	0.614	0.386
Lisansüstü	0.513	0.487

M^2 test istatistik değeri 0.48 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.49 olduğundan H_0 reddedilemez. Dolayısıyla, eğitim mezuniyet durumu ile pişmanlıktan kaçınma arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olduğuna yönelik istatistiki olarak kanıt mevcuttur.

H_0 : Eğitim mezuniyet durumu ile piyasayı yenme arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Eğitim mezuniyet durumu ile piyasayı yenme arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-48 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Piyasayı Yenme Arasındaki İlişki

Eğitim Durumu	Piyasayı Yenme					TOPLAM
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK	
İlkokul	3	4	4	2	0	13
Ortaokul	2	2	4	3	2	13
Lise	11	32	38	28	5	114
Ön Lisans	4	11	24	10	7	56
Lisans	8	50	96	43	3	200
Lisansüstü	2	10	12	12	3	39
TOPLAM	30	109	178	98	20	435

Tablo 4-49 Eğitim Mezuniyet Durumu ile Piyasayı Yenme Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Eğitim Durumu	Piyasayı Yenme				
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK
İlkokul	0.231	0.308	0.308	0.154	0.000
Ortaokul	0.154	0.154	0.308	0.231	0.154
Lise	0.096	0.281	0.333	0.246	0.044
Ön Lisans	0.071	0.196	0.429	0.179	0.125
Lisans	0.040	0.250	0.480	0.215	0.015
Lisansüstü	0.051	0.256	0.308	0.308	0.077

M^2 test istatistik değeri 2.26 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.13 olduğundan H_0 reddedilemez. Bu sebeple, eğitim mezuniyet durumu ile piyasayı yenme arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olduğu görülmektedir.

H_0 : Aylık gelir durumu ile yatırımın fiyatı düştükçe alırım arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Aylık gelir durumu ile yatırımın fiyatı düştükçe alırım arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-50 Aylık Gelir Durumu ile Yatırımın Fiyatı Düştükçe Alırım Arasındaki İlişki

Aylık Gelir	Yatırımın Fiyatı Düştükçe Alırım					TOPLAM
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK	
1000 TL'den az	3	7	7	13	5	35
1001-2000	16	38	40	36	17	147
2001-3000	4	39	25	35	9	112
3001-4000	4	13	19	32	9	77
4001'den fazla	7	10	21	22	6	66
TOPLAM	34	107	112	138	46	437

Tablo 4-51 Aylık Gelir Durumu ile Yatırımın Fiyatı Düştükçe Alırım Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Aylık Gelir	Yatırımın Fiyatı Düştükçe Alırım				
	-KK	-K	E.D.	+K	+KK
1000 TL'den az	0.086	0.200	0.200	0.371	0.143
1001-2000	0.109	0.259	0.272	0.245	0.116
2001-3000	0.036	0.348	0.223	0.312	0.080
3001-4000	0.052	0.169	0.247	0.416	0.117
4001'den fazla	0.106	0.152	0.318	0.333	0.091

M^2 test istatistik değeri 1.12 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0.29 olduğundan H_0 reddedilemez. Dolayısıyla, aylık gelir durumu ile yatırımın fiyatı düştükçe alırım arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olduğuna yönelik istatistiksel kanıt mevcuttur.

H_0 : Aylık gelir durumu ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsızdır.

H_A : Aylık gelir durumu ile birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişki doğrusal olarak bağımsız değildir.

Tablo 4-52 Aylık Gelir Durumu ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişki

Aylık Gelir	Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma					
	1 Y.A	2 Y.A	3 Y.A	4 Y.A	5 Y.A	TOPLAM
1000 TL'den az	29	3	2	1	0	35
1001-2000	78	55	9	5	0	147
2001-3000	50	38	15	9	0	112
3001-4000	29	22	17	9	0	77
4001'den fazla	12	16	19	17	2	66
TOPLAM	198	134	62	41	2	437

Y.A: Yatırım Aracı

Tablo 4-53 Aylık Gelir Durumu ile Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma Arasındaki İlişkinin Frekans Testi

Aylık Gelir	Birden Fazla Yatırım Aracına Yatırım Yapma				
	1 Y.A	2 Y.A	3 Y.A	4 Y.A	5 Y.A
1000 TL'den az	0.829	0.086	0.057	0.029	0.000
1001-2000	0.531	0.374	0.061	0.034	0.000
2001-3000	0.446	0.339	0.134	0.080	0.000
3001-4000	0.377	0.286	0.221	0.117	0.000
4001'den fazla	0.182	0.242	0.288	0.258	0.030

Y.A: Yatırım Aracı

M^2 test istatistik değeri 68.88 olarak bulunmuştur. Test istatistiğine ait p-değeri = 0 olduğundan H_0 reddedilebilir. Bundan ötürü, aylık gelir durumu ve birden fazla yatırım aracına yatırım yapma arasındaki ilişkinin doğrusal olarak bağımsız olmadığı anlaşılmaktadır.

SONUÇ

Geleneksel finans teorileri, piyasaların işlemlerini açıklamak adına yatırımcıların rasyonel davrandıklarını öne sürmektedir. Rasyonel yatırımcı daha fazla kar getiren yatırımı tercih etmektedir. Bu durum yatırımcıların, beklenen fayda teorisinin öngördüğü şekilde kararlar almasını gerektirmektedir. Ancak bazı durumlarda yatırımcılar bu durumu göz ardı edebilmektedirler. Yapılan çalışmalar neticesinde söz konusu modellerin yetersiz kaldığı anlaşılmıştır.

Davranışsal finans mevcut modeller tarafından açıklanamayan ve anomali denilen bu durumları açıklamak üzerine ortaya çıkmıştır. 1979'da Tversky ve Kahneman'ın yazdıkları makale (Prospect Theory: Decision Making Under Risk) ile oluşturdukları beklenti teorisi ile davranışsal finansın ilk adımları atılmıştır. Böylece davranışsal finans kavramı ve uygulamaları finans literatürüne girmiştir.

Davranışsal finans, geleneksel rasyonel modellerin içermediği irrasyonel yatırımcı davranışlarını açıklamaya çalışmaktadır. Buna neden olarak da, bilişsel hatalar, psikolojik önyargılar ve duygular gösterilmektedir. Davranışsal finans, insan psikolojisinin de önemini vurgulayarak belirsizlik altında karar verme sırasında psikolojik eğilimlerin etkisini vurgulamaktadır.

Davranışsal finans açısından bireysel yatırım tercihlerinin değerlendirilmesi üzerine anket çalışması yapılarak bir alan çalışması yapılmıştır. Çalışmanın amacı; bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemek, finansal profillerini meydana çıkarmak ve profilleri oluşurken kısayolların ne kadar etkili olduğunu tespit etmektir.

Çalışmada, davranışsal finans açısından bireysel yatırım tercihlerinin değerlendirilmesi konusunda 437 denek üzerinde yapılan anket çalışması sonucunda şu veriler ortaya çıkmıştır:

Anket çalışmasına katılan katılımcıların en çok kullandığı yatırım araçları sırasıyla; altın, döviz, hisse senedi ve mevduattır. Bu sıralama sonucunda ortaya çıkan sonuç, altının neredeyse portföylerin yarısında olduğudur. Yine dövizin de ikinci sırada olması yatırımcıların bildikleri geleneksel yatırım araçlarını tercih ettiklerini göstermektedir.

Yatırımcıların rasyonelliğini ortaya çıkarmak amacıyla sorulan sorularda, yatırımcılar tarafından en fazla ekonomi (TV) kanalları izlenirken, bunu kendi yaptıkları teknik ve temel analiz takip etmektedir. Ayrıca yatırımcılar, geçmiş fiyat hareketlerinin gelecekteki fiyatları tahmin etmede kullanılabileceğini belirtmişler ve bu yönde hareket ettiklerini ifade etmişlerdir. Söz konusu durum mevcudiyet kısayolunu doğrulamaktadır.

Bireysel yatırımcıların yarısından fazlası kazanan hisse senedini elden çıkartabileceğini belirtmiştir. Böylece pişmanlıktan kaçınırken, zarar ettiklerini kabul etmemek adına bu gerçeğin realize olmasını istememektedirler.

Bireysel yatırımcılar yatırım yaparken ve yatırım yaptıktan sonra kendilerine ve yatırımlarına güvenlerinin yüksek olduklarını belirtmişlerdir. Yatırımcıların büyük bir bölümü yatırımlarındaki riski dağıtmayıp 1 veya 2 yatırım aracına yatırım yapmışlardır. Bundan dolayıdır ki, yatırımcıların, uzun vadeli yatırımları tercih ettikleri anlaşılmaktadır.

Erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre daha fazla yatırım aracı olarak çeşitlendirme yaptıkları gözlemlenmiştir. Buna neden olarak, erkek yatırımcıların portföy büyüklükleri, kadın yatırımcılara göre fazla olması da gösterilebilir. Çıkan sonuçlara göre, erkek yatırımcıların portföy risklerinin kadın yatırımcılara nazaran daha fazla olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuç, erkek yatırımcıların daha fazla riski sevdiği gerçeğini açığa çıkarmaktadır. Bulunan bulgular da bu doğrultudadır.

Bireysel yatırımcılar kesinlik etkisini doğrulamışlar ve elde edecekleri getiriler daha az olsa bile kesin getirileri tercih ettiklerini ifade etmişlerdir. Bu da davranışsal finansın varsayımlarını doğrulamaktadır.

Bireysel yatırımcıların büyük bölümünün Ocak ayı anomalisini bilmedikleri ortaya çıkmıştır.

Araştırma sonuçları da göstermiştir ki, psikolojik önyargılar, bireysel yatırımcıların tercihlerini ve davranışlarını etkilemektedir. Psikolojik önyargıların ortadan kaldırılabilmesi adına eğitimin ne kadar önemli olduğu aşıkardır. Bu nedendir ki, yatırımcılar da kazanan bir yatırımcıda olması gereken temel özelliğin bilgi olduğunu belirtmişlerdir. Fakat yatırımcıların bilgi yetersizliğinden değil de psikolojik önyargılar nedeniyle irrasyonel davranışlar sergiledikleri anket sonuçlarından anlaşılmaktadır.

Eğitim çalışmalarına örnek olarak, yatırımcı olmayanların da dâhil olduğu bütün yatırımcılara başta finans eğitimi olmak üzere davranışsal eğilimler konusunda eğitim verilmesi gösterilebilir.

Özet olarak, bireysel yatırımcılar kararlarında psikolojik önyargıların etkisinde kalarak irrasyonel davranışlar sergilemektedirler. Bu alanda yapılmış benzer araştırmalarda da gözlemlendiği gibi, bir çok yatırımcı yatırım kararlarında geleneksel yaklaşımın varsayımlarının tersine hareket etmekte ve söz konusu önyargıların etkisinde kalarak sistematik hatalar yapmaktadırlar.

EKLER

EK 1**Yatırımcı Anketi****Sayın Yatırımcı,**

Bu çalışma Gediz Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İşletme Tezli Yüksek Lisans Programında yürütülen bir tez çalışmasıdır. Tezin konusu “Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi” dir. Cevaplarınız sadece bu tez çalışmasında ve akademik amaçlı kullanılacaktır. Her soruyu cevaplamaya göstereceğiniz özen ve zaman ayırdığınız için teşekkür ederiz.

Murat KÜDEN

Yüksek Lisans Öğrencisi

Yrd. Doç. Dr. Şevin GÜRARDA

Tez Danışmanı

1. Cinsiyetiniz:

Erkek Kadın

2. Yaşınız:

1-18 19-25 26-32 33-39 40-46 47-53
54-60 61 ve üzeri

3. Medeni durumunuz:

Evli Bekâr Diğer (Boşanmış-eşi vefat etmiş)

4. Çocuğunuz var mı?

Yok 1 2 3 4 ve üzeri

5. Eğitim mezuniyet durumunuz:

İlkokul Ortaokul Lise
Ön Lisans Lisans Lisansüstü (master-doktora)

6. Aylık gelir durumunuz:

1000 TL'den az 1001-2000 2001-3000
3001-4000 4001 TL'den fazla

7. Mesleğiniz:

İşletme sahibi veya ortağı	Çalışan	Serbest meslek
Memur	Emekli	Diğer...

8. Riske girmeyi sever misiniz?

Her zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir zaman
-----------	------------	-------	---------	--------------

9. Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerini tercih ediyorsunuz? (Birden fazla seçim yapılabilir.)

Hisse senedi	Mevduat	Döviz
Yatırım Fonu (A-B Tipi)	Devlet tahvili	Hazine bonosu
Vadeli işlem sözleşmeleri	Altın	Repo
Diğer...		

10. Yatırım portföyünüzün büyüklüğü ne kadardır? (TL)

0,01-10.000	10.001-20.000	20.001-100.000
100.001-500.000	500.001 üzeri	

11. Portföyünüzün riskini nasıl tanımladınız?

Çok yüksek	Yüksek	Normal	Az	Çok az
------------	--------	--------	----	--------

12. Şu anki portföyünüzde hisse senedi oranı nedir?

Yok	%0-24	%25-49	%50-74	%75-99	%100
-----	-------	--------	--------	--------	------

13. (Alıyorsanız) Hisse senetlerini ortalama elde tutma süreniz ne kadardır?

1-6 gün	7-29 gün	30- 89 gün	90-180 gün	181 günden fazla...
---------	----------	------------	------------	---------------------

14. A ve B hisselerinizden oluşan iki hisseli portföyünüzün olduğunu düşünelim. Eğer herhangi bir nedenden dolayı birini satacağımızı düşünelim. Yatırım yaptığınız andan itibaren A hissesi %20 getiri sağlamışken, B hissesi ise %20 kaybettirmiş olsun. Hangi hisse senedini satmayı tercih edersiniz?

A B

15. Finansal piyasaları yakından takip ediyor musunuz?

Hiç takip etmem	Sadece yatırım yaptığımda
Yakından	Çok yakından

16. Yatırım yaptığınızda ne kadar sıklıkla yatırımınızı tekrar gözden geçirirsiniz?

Hiç takip etmem	Her gün
Haftada bir kez	Ayda bir kez
Yılda bir kez	Herhangi bir periyod veremem

17. Yatırım yapmadan önce fikir aldığınız bilgi kaynaklarınız nelerdir? (Birden fazla seçim yapılabilir)

Ekonomi (TV) kanalları

Sürelî Yayınlar (gazete, ekonomi ve finans dergileri, şirket faaliyet raporları, vs.)

Piyasa profesyonellerinin görüşleri

Çevremden duyduğum yatırımlar

Kendi yaptığım teknik ve temel analiz

Diğer.....

18. Sizce kazanan bir yatırımcıda olması gereken en temel nitelik ne olmalıdır?

Bilgi	Cesaret	Şans
Sabır	Disiplinli olma	Diğer...

19. Yatırım yaparken ve yaptıktan sonra kendime ve yatırıma güvenim çok yüksektir.

Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum
Emin değilim	Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

20. Ben yatırımlarım sayesinde her zaman piyasayı yenerim.

Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum
Emin değilim	Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

21. Zarar edersem hemen stop-loss kullanıp pozisyonumu kapatırım ve fazla zarar etmem.

Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum
Emin değilim	Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

22. Zarar edersem zararım çıkana kadar yatırımımı satmam hatta düştükçe alırım.

Kesinlikle katılmıyorum Katılmıyorum
Emin değilim Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

23. Borsa performansı iyi olan şirket iyi bir şirket midir?

Hiçbir zaman nadiren Bazen Genellikle Her zaman

24. Dini inançlarımın yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır.

Kesinlikle katılmıyorum Katılmıyorum
Emin değilim Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

25. Siyasi görüşlerimin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır.

Kesinlikle katılmıyorum Katılmıyorum
Emin değilim Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

26. Piyasadaki diğer yatırımcıların gözlem ve hareketleri doğrultusunda hareket ederim.

Hiçbir zaman nadiren Bazen Genellikle Her zaman

27. Yatırımınız sonucu eğer kayıp ortaya çıkarsa daha sonraki yatırımlarınızda bu durumdan dolayı daha dikkatli davranır mısınız?

Hiçbir zaman nadiren Bazen genellikle Her zaman

28. Yatırımınızın geçmiş performansı, gelecekte oluşacak getiriye tahmin etmede kullanılabilir mi?

Hiçbir zaman nadiren Bazen Genellikle Her zaman

29. Küçük hisseler daha çok kazandırsa bile ben yine de büyük şirketleri tercih ederim.

Kesinlikle katılmıyorum Katılmıyorum
Emin değilim Katılıyorum Kesinlikle katılıyorum

30. Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih ederdiniz?

%100 ihtimalle 3000 TL kazanç %80 İhtimalle 4000 TL kazanç
%20 ihtimalle 0 kazanç

31. Hisse senetleri piyasası Ocak ayında daha iyi getiri sağlar.

Kesinlikle katılıyorum

Katılıyorum

Katılmıyorum

Kesinlikle katılmıyorum

Fikrim yok

DEĞERLİ KATKILARINIZDAN DOLAYI TEŞEKKÜR EDERİM!

KAYNAKLAR DİZİNİ

- 30 Saniyede Ekonomi.** (2010, Mart). (S. Sarıca, Çev., & D. Marron, Derleyici) İstanbul: Caretta Yayınevi.
- Agresti, A.** (2007). *An Introduction To Categorical Data Analysis*. Wiley.
- Akçay, M. B., Kasap, M., Doğuç, T., & Kasap, G.** (2012). *Türev Piyasalar ve Yapılandırılmış Ürünler*. İstanbul: Scala Yayınevi.
- Apak, S., & Demirel, E.** (2009). *Finansal Yönetim: Sermaye Piyasaları Cilt 1*. Papatya Yayınevi.
- Ariely, D.** (2008). *Akıldışı Ama Öngörülebilir*. (A. Gül, & F. Şar, Çev.) İstanbul: Optimist Yayınevi.
- Barak, O.** (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Barak, O.** (2008). "İMKB de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 207-229.
- Barberis, N., & Huang, M.** (2001). "Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns". *The Journal of Finance*, 1247-1292.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R.** (1998). "A Model of Investor Sentiment". *Journal of Financial Economics*, 307-343.
- Başoğlu , U., Ceylan, A., & Parasız , İ.** (2001). *Finans Teori Kurum Uygulama*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Bayar, Y.** (2012). "Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri" *Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı.
- Bayesian.org.** (2014). Şubat 05, 2014 tarihinde International Society for Bayesian Analysis: <http://bayesian.org/Bayes-Explained> adresinden alındı
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K.** (1990). "Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings For Future Earnings". *Journal of Accounting and Economics* , 305-340.
- Bernstein, P. L.** (2011). *Tanrılara Karşı: Riskin Olağanüstü Tarihi* (6. b.). (C. Feyyat, Çev.) İstanbul: Scala Yayınevi.
- Bernstein, W.** (2005). *Yatırımın Dört Temel Taşı*. (A. Perşembe, Dü., N. Domaniç, & N. Avhan, Çev.) İstanbul: Scala Yayıncılık.

- Besley, S., & Brigham, E. F.** (2012). Principles of Finance. Canada: South-Western.
- Bolak, M.** (2001). Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi . İstanbul: Beta Yayınevi.
- Bolak, M.** (2004). Risk ve Yönetimi. İstanbul: Kurtiş Yayınevi.
- Borsa İstanbul.** (2014, 02 18). <http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/temettu-endeksleri> adresinden alındı
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J.** (2007). İşletme Finansının Temelleri. (Ü. Bozkurt , T. Arıkan, & H. Doğukanlı, Çev.) Literatür Yayınevi.
- Brigham, E.** (1999). Finansal Yönetimin Temelleri 1-2. (Ö. Akmut, & H. Sariaslan , Çev.) Ankara: Ankara Üniversitesi.
- Canbaş, S., & Doğukanlı, H.** (2007). Finansal Pazarlar. Adana: Karahan Kitabevi.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T.** (2013). Finansal Yönetim Temel Konular . Bursa: Ekin Yayınevi.
- Civan, M.** (2010). Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çelik , Ç.** (2013). "İMKB'de İşlem Yapan Yatırımcıların Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma". İzmir.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A.** (1998). "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions". The Journal of Finance, 1839-1880.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R.** (1985). "Does the Stock Market Overreact?" Journal of Finance , 793-805.
- Döm, S.** (2003). Yatırımcı Psikolojisi. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., & Coşkun, D.** (2012). "Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB'de Test Edilmesi". Muhasebe ve Finansman Dergisi, 175-189.
- Ekonomi Kitabı.** (2013). (Y. Akverdi, S. N. Ağırnaslı, Çev., & L. Munsey, Derleyici) Alfa Yayınevi.
- Erdinç, Y.** (2004). Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor. İstanbul: Siyasal Kitabevi.

- Ertan, Y.** (2007). "Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi'nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi". Bursa: Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Fama, E. F.** (1970, May). "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Emperical Work". The Journal of Finance Vol.25 No.2, 383-417.
- Fama, E. F.** (1998). "Market Efficiency, Long-term Returns and Behavioral Finance". Journal of Financial Economics, 283-306.
- Genç, E. G.** (2011). "Hisse Senedi Piyasasında Görülen Anomaliler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma". İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 143-155.
- Günak, N.** (2007). İleri Teknik Analiz Uygulamaları. İstanbul: Literatür Yayınevi.
- Gürkan, Ş.** (2009). "Finansal Piyasalarda Aşırı Reaksiyonun Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi": İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. İstanbul: (İstanbul Üniversitesi) Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Hong, H., & Stein, J. C.** (1999). "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets" vol.54. Journal of Finance, 2143-2171.
- Kahneman, D., & Tversky, A.** (1974). "Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases". Science, New Series, 1124-1131.
- Kahneman, D., & Tversky, A.** (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk". Econometrica Vol.47 No.2, 263-291.
- Kahneman, D., & Tversky, A.** (1984). "Choices, Values and Frames". American Psychologist, 341-350.
- Kara, H.** (2005). "Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri". İstanbul: Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Karan , M. B., & Uygur , A.** (Sonbahar 2001). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi". A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi.
- Karan, M. B.** (2011). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kılıç, U. H.** (2012). KOBİ Sahipleri ve Finansçı Olmayanlar İçin Finans. Ankara: Sinemis Yayınevi.
- Konuralp, G.** (2001). Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. İstanbul: Alfa Yayınevi.

- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1992). "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices". *Journal of Financial Economics*, 23-43.
- Özerol, H.** (2013). *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*. Elma Yayınevi.
- Peterson, R. L.** (2012). *Karar Anı: Aklın Para Üzerindeki Gücü*. (C. Feyyat, Çev.) İstanbul: Scala Yayınevi.
- Ricciardi, V.** (2003). "A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance". *Journal of Behavioral Finance*, no.3, 12.
- Ritter, J.** (2003). *Behavioral Finance*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 429-437.
- Samuelson, P. A.** (1965). "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly". *Industrial Management Review*, 6: 2, 41- 49.
- Saraç, M., & Kahyaoglu, M. B.** (2011). "Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 153-154.
- Sarıaslan, H., & Erol, C.** (2008). *Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sayılğan, G.** (2010). *İşletme Finansmanı*. Ankara : Turhan Kitabevi.
- Sefil, S., & Çilingiroğlu, H. K.** (2011). "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri". *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 254.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu.** (2011, Ekim). İstanbul: Renk Matbaacılık.
- Seyidoğlu, H.** (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Sezer, D.** (2013). "Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar". Yayınlanmış Doktora Tezi. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi.
- Sharp, W. F.** (1964). "Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". *Journal of Finance*, 425- 442.
- Shiller, R. J.** (2001). *Borsanın (Wall Street'in) Akıl Almaz Yükselişi*. (G. Günay, Çev.) İstanbul: Rota Yayınevi.
- Shleifer, A.** (2000). "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance". Oxford University Press.
- TCMB Bankacılık Verileri.** (2014, 04 30). TCMB: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden alındı

- Thaler, R.** (1980). "Toward a Positive Theory of Consumer Choice". Journal of Economic Behavior and Organization, 39-60.
- Thaler, R.** (1999). "Mental Accounting Matters". Journal of Behavioral Making, 183-186.
- TSPAKB Piyasa Verileri.** (2014, 04 30). <http://www.tspakb.org.tr:https://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> adresinden alındı
- Tufan, E.** (2008). "Davranışsal Finans: Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi ve İMKB Açısından Değerlendirilmesi". Ankara: İmaj Yayınevi.
- Türkmen, S. Y.** (2012). Varantlar. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Usta, Ö.** (2012). İşletme Finansı ve Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayınevi.
- Ülkü, N.** (2001, Ocak/Şubat/Mart). "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı". İMKB Dergisi, 5(17), 101-132.
- Zweig, J.** (2011). Paranız ve Beyniniz. İstanbul: İnkılap Kitabevi.