

T.C
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

İMKB'DE İŞLEM YAPAN YATIRIMCILARIN
DAVRANIŞLARINI BELİRLEMeye YÖNELİK BİR
ARAŞTIRMA

Çiğdem ÇELİK

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Sevinç GÜLER

İZMİR- 2013

YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI

Üniversite	: Dokuz Eylül Üniversitesi	2006800094
Enstitü	: Sosyal Bilimler Enstitüsü	
Adı ve Soyadı	: ÇIĞDEM ÇELİK	
Tez Başlığı	: İMKB'de İşlem Yapan Yatırımcıların Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma	
Savunma Tarihi	: 05.03.2013	
Danışmanı	: Yrd.Doç.Dr.Sevinç GÜLER	
JÜRİ ÜYELERİ		
Ünvanı, Adı, Soyadı	Üniversitesi	İmza
Yrd.Doç.Dr.Sevinç GÜLER	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Erhan DEMİRELİ	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Mert URAL	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Oybirliği <input checked="" type="checkbox"/>		
Oy Çokluğu <input type="checkbox"/>		
ÇIĞDEM ÇELİK tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "İMKB'de İşlem Yapan Yatırımcıların Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma" başlıklı Tezi / Projesi () kabul edilmiştir.		
Prof.Dr. Utku UTKULU Enstitü Müdürü		

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “İMKB’de İşlem Yapan Yatırımcıların Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Çiğdem ÇELİK

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

İMKB’de İşlem Yapan Yatırımcı Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir

Araştırma

Çiğdem ÇELİK

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Programı

İktisatçıların iktisadi analizlerinde ağırlıklı olarak matematiği kullanmaya başladıkları 1940’lı yıllardan günümüze kadar geliştirilen her ekonomik model her bir öncekinden daha rasyonel insanlar geliştirdi. Ekonomik modeller içine sıkıştırılan insan, duygularından arınmış, faydasını en üst düzeye çıkarmaya çalışan rasyonel varlıklar olarak tanımlandı.

İktisat dışındaki psikoloji, sosyal psikoloji, sosyoloji ve sosyal sosyoloji gibi insan davranışlarını inceleyen sosyal bilimlerde elde edilen bulgular; insanın iktisat modellerinde varsayıldığından farklı özellikleri olduğunu ve farklı davranış biçimleri sergilediğini göstermektedir. Geleneksel finans modellerinin finans piyasasında olup bitenleri açıklamakta yetersiz kaldığı durumlarda biliş psikolojisi alanındaki çalışmalardan elde edilen bulgulardan destek alınmıştır. Bu çalışmalara davranışsal finans denilmektedir. Davranışsal finans yaklaşımına göre insanların bazı bilişsel yanlılıkları olduğunu, duyguların ve ruh halinin insan davranışını etkilediğini bu nedenle de insanların teoride öngörüldüğü gibi daima optimum tercihlerini yapamayacaklarını bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel temelli olmaktan ziyade, sezgilere ve hislere dayalı alınmakta olduğunu anlatır.

Bu çalışmada, davranışsal finans hakkında genel bir bilgi vermeye çalışılmakta ayrıca literatürde ortaya konulan temel bulgular çerçevesinde; İMKB bireysel yatırımcılarının davranışları ve psikolojik yönelimleri belirlenmeye çalışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Yatırımcı Psikolojisi, Yatırımcı Davranışı, Yatırımcı Duyarlılığı.

ABSTRACT

Master's Thesis

**An Empirical Application for Understanding Investor's Behavior Who Invest
in the ISE Stock Exchange**

Çiğdem ÇELİK

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Business Administration

Finance Program

Each economic model that has been developed since 1940's when economists started to use mathematics mostly in economic analysis until today has built up more rational people than the former one. People who have been stuck into economic models are defined as rational beings that are free from feelings and trying to maximize their usefulness.

Finding gained in other social sciences observing human behaviors such as psychology, social psychology, social and social sociology apart from economic indicate that human has different behaviors than the ones supposed in economic models and they show different way of behaviors. In the points where traditional economic models are insufficient to explain what go around in the finance market, findings received in cognitive psychology have given support. These studies are called as behavioral finance. According to behavioral finance people have some cognitive partialities, feelings and temper influence human behavior and therefore people cannot make optimum choices all the time as foreseen in theory, in other words investment decisions are given on the basis of instinct and feelings instead of being rational basis.

The aim of this study is to give general information about behavior finance and to determine behaviors and psychological tendencies of Istanbul Stock Exchange (IMKB) individual investors within the frame of basic findings put forth in literature.

**Keywords: Behavioral Finance, Investor Psychology, Investor Behavior,
Investor Sentiment**

İMKB'DE YATIRIM YAPAN YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI ANLAMAYA YÖNELİK AMPİRİK BİR UYGULAMA

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ	xii
EKLER LİSTESİ	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1 FİNANSAL KARAR, BELİRSİZLİK VE RİSK KAVRAMLARI	3
1.1.1 Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı	3
1.1.2 Risk ve Belirsizlik Kavramları	4
1.2 GELENEKSEL (STANDART) FİNANS TEORİLERİ	4
1.2.1 Beklenen Fayda Teorisi	5
1.2.2 Bayesçi Öğrenme Teorisi	6
1.2.3 Etkin Piyasalar Hipotezi	6
1.3 GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİNE GETİRİLEN ELEŞTİRİLER	9
1.3.1 Etkin Piyasalar Hipotezine Aykırı Durumlar	9
1.3.1.1 Hisse Senetleri Piyasalarında Anomaliler	9
1.3.1.1.1 Dönemsel Anomaliler	10
1.3.1.1.1.1 Günlere İlişkin	11

1.3.1.1.1.2 Aylara İlişkin Anomaliler	11
1.3.1.1.1.3 Tatillere İlişkin Anomaliler	12
1.3.1.1.2 Dönemsel Olmayan Anomaliler	13
1.3.1.2 Yatırımcı Duyarlılığı (İrrasyonel Yatırımcılar)	14
1.3.1.2.1 Gürültü (Noise) Kavramı	14
1.3.1.2.2 Yatırımcı Duyarlılığı Kavramı	15
1.3.1.2.3 Aşırı ve Yetersiz Tepki Verme Davranışları	16
1.3.1.3 Sürü Davranışları	17
1.3.1.3.1 Rasyonel Sürü Davranışları	18
1.3.1.3.2 Rasyonel Olmayan Sürü Davranışları	19
1.4 DAVRANIŞSAL FİNANS	20
1.4.1 Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı	20
1.4.2 Davranışsal Finans Modelleri	23
1.4.3 Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Yaklaşım	24

İKİNCİ BÖLÜM

PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

2.1 YATIRIMCI DAVRANIŞLARINDA ÖNYARGILAR	26
2.2 HEVRİSTİKLER	27
2.2.1 Bulunabilirlik Kısayolu	28
2.2.2 Temsiliyet Kısayolu	28
2.2.3 Referans Kısayolu	29
2.3 BİLİŞSEL ÖNYARGILAR VE DUYGUSAL FAKTÖRLER	30
2.3.1 Kendine Atfetme Yanlılığı ve Aşırı Güven	31
2.3.2 Pişmanlıktan Kaçınma	33
2.3.3 Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme	34
2.3.4 Dayanak Noktası Belirleme	35
2.3.5 İnançta Israr Etme ve Muhafazakarlık	36
2.3.6 Bilişsel Kısayollar	37
2.3.7 Sonradan Anlama Yanılsaması	39

2.3.8 Optimizm Yanılsaması	39
2.3.9 Renklerin Etkisi	41
2.3.10 Zihinsel Muhasebe	41

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNE AMPİRİK BİR
UYGULAMA

3.1 ARAŞTIRMANIN KONUSU VE AMACI	45
3.2 ARAŞTIRMANIN METODU	45
3.3 LİTERATÜR TARAMASI	45
3.4 ARAŞTIRMADA KULLANILAN HİPOTEZLE	46
3.5 ARAŞTIRMA BULGULARI	49
3.5.1 Genel Değerlendirme	49
3.5.2 Karşılaştırmalı Bulgular	67
3.5.3 Cinsiyet İle İlgili Bulgular	78
3.5.4 Eğitim İle İlgili Bulgular	89
SONUÇ	93
KAYNAKÇA	97
EKLER	

KISALTMALAR

A.B.D	Amerika Birleşik Devletleri
ASE	Athens Stock Exchange
AMEX	American Stock Exchange
CBTGE	Conference Board Tüketici Güven Endeksi
DİA	Dünya İktisadi Araştırmalar A.Ş.
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
s.	Sayfa
ss.	Sayfadan Sayfaya
UMTGE	Tüketici Güven Endeksi
YİE	Yatırımcı İyimserlik Endeksi

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Literatür Taraması ve Bulguları	s.43
Tablo 2: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetine Göre Dağılımı	s.46
Tablo 3: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Grubuna Göre Dağılımı	s.47
Tablo 4: Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımları	s.47
Tablo 5: Kaç Yıldan Bu Yana Hisse Senedine Yatırım Yapıyorsunuz?	s.47
Tablo 6: Genellikle Portföyünüzde Kaç Şirketin Hisse Senetleri Bulunur?	s.48
Tablo 7: Yatırım Yaptığınız Senetleri İhraç Eden Firmada Siz Ya Da Bir Yakınıınız Çalıştı Mı?	s.48
Tablo 8: Bölgenizde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Hisselerine Yatırım Yapıyor Musunuz?	s.49
Tablo 9: Aşağıdaki Yatırım Araçlarından Hangilerini Tercih Ediyorsunuz?	s.49
Tablo 10: Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Ediyor Musunuz?	s.50
Tablo 11: Hisse Senedi Yatırımlarınızı Hangi Sıklıkla Gözden Geçirirsiniz?	s.50
Tablo 12: Hisse Senetleri Alımında Göz Önünde Bulundurduğunuz Temel Faktör Nedir?	s.51
Tablo 13: Yatırımlarınızı Yönlendiren Temel Bilgi Kaynaklarınız Nelerdir?	s.51
Tablo 14: Hisse Senedi Alım Satım Kararı Alırken Göz Önünde Bulundurduğunuz Faktörler Nelerdir?	s.52
Tablo 15: Hisse senetlerinizi ortalama elde tutma süreniz nedir?	s.53
Tablo 16: Krizlerin Olduğu Tarihlerde Portföyünüzde Hisse Senetlerinin Oranı Neydi?	s.53
Tablo 17: Aracı Kurumlar Tarafından Hangi Sıklıkla Yönlendiriliyorsunuz?	s.54
Tablo 18: “Kamuoyunda Bilinen Şirketlerin Hisseleri İyidir” Görüşüne Katılıyor Musunuz?	s.54

- Tablo 19:** Gazetelerde Açıklanan En Çok Kazandıran Ve En Çok Kaybettirenleri Hisse Senedi Alım Satımında Göz Önünde Bulunduruyor Musunuz? s.55
- Tablo 20:** A ve B Hisselerinden Oluşan İki Hisseli Bir Portföye Sahip Olduğunuzu ve C Hisselerine Yatırım Yapmayı Düşündüğünüzü, Ancak Nakdiniz Olmadığını Varsayalım. Bu Durumda C Hisselerini Alabilmek İçin Bu Hisselerden Birini Satmak Durumunda Olduğunuzu Düşünelim. A Hisselerinin %20 Getiri Sağlarken, B Hisseleri %20 Kaybettirdiği Durumda Hangi Hisseyi Satmayı Tercih Edersiniz? s.55
- Tablo 21:** Aşağıdaki Durumla Karşı Karşıyasınız:
Bir Ay Önce 50 TL Ye Aldığımız Bir Hisse Senedi Bugün 40 TL Ye Düştü. Bir Ay Sonra Hisse Senedi Fiyatı Yaklaşık Olarak 10 TL Artıp 50 veya 10 TL Azalıp 30 da Olabilir. İki İhtimal de Muhtemeldir. Olasılık Yarı Yarıyadır. s.56
- Tablo 22:** Şu Durumun Olduğunu Varsayalım: Geçen İki Yıl Boyunca, Ciddi Bir Şirketin Hisse Senedi Fiyatı % 70 Arttı ve Gelecekte de Artış Bekleniyor. Bu Veriyi Nasıl Değerlendirirsiniz? s.56
- Tablo 23:** Hisselerin Geçmiş Getirilerin ve Performansının Hisse Alım- Satım Kararlarınızda ki Rolü Nedir? s.57
- Tablo 24:** Birkaç Yıl İçinde Borsa Kesinlikle Eski Yüksek Düzeyine Döner Görüşüne Katılıyor Musunuz? s.57
- Tablo 25:** Borsanın Aşağı Yukarı Hareketleri Sırasında Hisse Senedi Alma ve Bunları Elinde Tutma Olanağı Olan Uzun Vadeli Yatırımcı İçin En İyi Yatırım Alanı Borsadır Görüşüne Katılıyor Musunuz? s. 58
- Tablo 26:** Portföyünüzde Bulunan ve Fiyatı Düşmüş Bir Hisse Senedine (Satma Kararına) İlişkin Gelişen Şu İfadeye Katılıyor Musunuz? ” s.58

Kayıp Sadece Geçici Bir Durum, Hisse Yeniden Değer
Kazanacaktır. En Azından Hisseyi Satın Aldığım Fiyata Gelinceye
Kadar Beklemek Daha Doğru Olur”

- Tablo 27:** En Son Yaptığınız ve Yanlış Olduğunu Düşündüğünüz İşlem Kararında (Hisse Alımı Ya Da Satımı) Rol Oynayan Kimdir? s.59
- Tablo 28:** Geçtiğimiz Yıllarda Yaşanan Krizlerle İlgili Aşağıdaki İfadelerden Hangisine Katılıyorsunuz? s.59
- Tablo 29:** İMKB İndeksinin Oynaklığının Temel Nedeni Sizce Hangisidir? s.60
- Tablo 30:** Sizce Bir Hisse Senedinin Aşırı Değer Kazanmasında En Önemli Etken Nedir? s.60
- Tablo 31:** Sizce Genel Olarak Borsadaki (Endekslerdeki) Düşüşün En Önemli Sebebini Nedir? s.61
- Tablo 32:** Yatırımlarınızı En İyi Tanımlayan İki Alternatifi Seçiniz. s.62
- Tablo 33:** Son Olarak, Sizce Ne Kadar İyi Bir Yatırımcısınız? s.62
- Tablo 34:** Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile elde bulundurulan hisse senedi sayısı arasındaki ilişki s.63
- Tablo 35:** Hisse senetlerini elde tutma süresi ile, yatırımları gözden geçirme sıklığı arasındaki ilişki s.64
- Tablo 36:** Kazanılan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi arasındaki ilişki s.65
- Tablo 37:** Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım-satım kararındaki rolü arasındaki ilişki s.66
- Tablo 38:** Gazetelerde her gün açıklanan en çok kazandıran ve kaybettiren hisse senedi alım satımında göz önünde bulundurulan faktörler ile hisselerin geçmiş getirileri ve performanslarının hisse alım-satım kararındaki rolü s.67

Tablo 39: Borsanın aşağı yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım aracı borsadır görüşü ile hisse senedi elde tutma süresi arasındaki ilişki	s.69
Tablo 40: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedini elde tutma süresi arasındaki ilişki	s.70
Tablo 41: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi piyasasını izleme yoğunluğu arasındaki ilişki	s.71
Tablo 42: Bölgesel Şirketlere yatırım yapma eğilimi ile yatırım yapılan hisse senedini ihraç eden firmada yakının çalıştığı arasındaki ilişki	s.72
Tablo 43: Krizlere ilişkin görüşü ile kriz döneminde portföyde bulundurulan hisse oranı arasındaki ilişki	s.73
Tablo 44: Hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır	s.73
Tablo 45: Hisse senedi piyasasını izleme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.74
Tablo 46: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme düzeyi ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.75
Tablo 47: Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.75
Tablo 48: Hatalı işlem kararında rol oynayan kişi ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.76
Tablo 49: Yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.77
Tablo 50: İMKB endeks oynaklığının nedenleri ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.77
Tablo 51: Yatkınılık etkisi ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.78
Tablo 52: AŞına olma önyargısı ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.79
Tablo 53: Cinsiyete göre bölgesel Şirketlere yatırım yapma	s.79

Tablo 54: Geri görüş önyargısı ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.80
Tablo 55: Kriz döneminde portföy de bulundurulan hisse oranı ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.80
Tablo 56: Hisselerin geçmiş getiri ve performanslarının hisse alım-satımındaki rolü ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.81
Tablo 57: Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile cinsiyet arasındaki ilişki	s.82
Tablo 58: Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile eğitim arasındaki ilişki	s.83
Tablo 59: Yatırım araçları ile eğitim arasındaki ilişki	s.84
Tablo 60: Yatırımcıların hisse yatırımı yaparken kendini değerlendirmeleri ile eğitim arasındaki ilişki	s.85

EKLER LİSTESİ

EK 1: Bireysel Yatırımcı Anketi

ek s. 1

EK 2: Kullanılan Hipotezler ve Sonuçları

ek s. 8

GİRİŞ

Geleneksel finans teorisinde insanlar, kendi çıkarlarının peşinde koşan rasyonel yatırımcılar olarak görülmekte ve piyasalarında etkin olduğu varsayılmaktadır. İnsanların rasyonel davrandığı varsayımı ise, tercihlerin doğru matematiksel olgular üzerine oturduğu, aynı hataların tekrarlanmadığı, yeni bilgi karşısında insanların beklentilerini doğru bir şekilde oluşturduğu, beklenen fayda teorisine uygun kararlar verildiğini kabul etmektedir.

Sosyal bilimlerde elde edilen bulgular, insanların varsayıldığından farklı özellikleri olduğunu ve farklı davranış biçimleri sergilediğini göstermektedir. Davranışsal finans bu çalışmaların sonucunda ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, insanların her zaman optimum tercihler yapamayacağını, rasyonel olmayan davranışlarda bulunabileceğini ve bilgisel piyasa etkinliğinden sapmalar olabileceğini savunmaktadır. Rasyonel olmayan bu davranışlar ise piyasaların etkinliğini azaltıcı bir unsur olarak görülmektedir. İnsanların yatırım kararlarında tercihlerini optimize etmek, rasyonel olarak riskten kaçınmak ve bu kapsamda portföylerini çeşitlendirmek istemekle birlikte, uygulamada gerçekleştiremediklerini ortaya koymaktadır. Bunun temel gerekçesi olarak hevristikler, bilişsel önyargılar ve duygusal faktörleri kapsayan psikolojik önyargılar gösterilmektedir.

Bu çalışmada, davranışsal finans literatüründe ortaya konulan temel bulgular çerçevesinde, ülkemiz bireysel İMKB yatırımcılarının davranışları ve psikolojik yöntemleri belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde öncelikle geleneksel finans teorileri hakkında bilgiler verilerek, davranışsal finans ile karşılaştırmalı olarak değerlendirmeleri yapılmıştır. Aynı zamanda davranışsal finansın gelişimi, teorik çerçevesi hakkında bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise psikolojik önyargılara ilişkin temel bulgular ve psikolojik önyargıların finansal piyasalarda bireysel yatırımcının yatırım davranışları üzerine etkileri üzerine durulmaktadır. Ve bunlar başlıklar altında incelenmektedir.

Üçüncü ve son bölümde ise ülkemiz İMKB yatırımcı davranışlarına ilişkin olarak psikolojik bulguların incelenmesi ve bireysel yatırımcıların gerek demografik

gerekse ayırt edici diğer özellikler açısından farklılaşmalarının ya da benzerliklerinin tespit edilmesi amacıyla gerçekleştirilen ampirik bir çalışmaya ve sonuçlarına yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS

Ekonomi ve finans teorilerinin büyük bir bölümü insanların yatırım kararlarını verirken mevcut bilgiyi rasyonel olarak değerlendirdiği varsayımına dayanmaktadır. Bununla birlikte insanları etkileyen psikolojik faktörleri temel alan davranışsal finasta, yatırım kararları sürecinde bireylerin rasyonel olmayan davranış ve tekrarlanan yargılama hataları gösterdiğine ilişkin birçok durum deneysel olarak ortaya konulmuştur. Psikoloji ve Finans arasında köprü niteliği taşıyan Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da yayımlanan makaleleri ve geliştirdikleri beklenti (Umut) teorisi davranışsal finansın temelini oluşturmaktadır.

Bu bölümde geleneksel finans ve temeli ile davranışsal finans üzerinde durulmaktadır. Ancak önce finansal karar, risk ve belirsizlik kavramları ile finansal kararları yönlendiren geleneksel yaklaşımlar hususlarında bilgiler verilecektir.

1.1 FİNANSAL KARAR, BELİRSİZLİK VE RİSK KAVRAMLARI

Bu başlık altında finansal karar, belirsizlik ve risk kavramları ayrı ayrı tanımlanarak, risk ve belirsizliğin farkı ortaya konulacaktır.

1.1.1 Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı

Gelecekle ilgili olarak alınan tüm kararların, mutlaka finansal bir boyutu vardır. Bu bağlamda, gereksinim duyulan kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, en uygun yatırım alanına aktarılması ve sonucun kontrol edilmesi süreci olarak tanımlayabileceğimiz finans ve buna yönelik alınacak kararlar, finansal karar olarak nitelendirilebilir¹.

¹Metin Türko, *Finansal Yönetim*, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1999, s. 14.

1.1.2 Risk ve Belirsizlik Kavramları

Geleceğin bugünden kesin olarak öngörülemiyor olması ise risk ve belirsizlik kavramlarını ortaya çıkarır. Risk sözcüğü olumsuz bir anlam taşırken, riski de kapsayan belirsizlik olumlu ya da olumsuz bir anlam içermez. Belirsizlik, gelecekte karşılaşılabilecek koşullar ve durumlar tanımlanabildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir. Risk kavramını bir iktisadi kaybın oluşmasına ilişkin olarak belirsizlik ya da istenilmeyen bir olayın meydana gelme belirsizliği olarak tanımlanabilir. Yani iktisadi anlamı ile “risk, ölçülebilir bir belirsizliği ifade eder”².

Herhangi bir karar probleminde epistemolojik açıdan kesinlik, risk ve belirsizlik olmak üzere üç durumdan bahsedilir³:

Kesinlik durumunda kararlar ilgili tüm seçenekler (bağımlı değişken), bu seçeneklerin sonuçlarını belirleyecek değişkenlerin (bağımsız değişken) değeri ve aralarındaki ilişkiler tam olarak bilinmektedir. Karar probleminin kesinlik koşullarında çözümü, amaç fonksiyonun minimize ve maksimize olmasına göre kolaylıkla çözümlenir. Risk altında karar vermede, bağımlı değişkenlerin tamamı bilinmekle birlikte, bağımlı değişkenlerin ve aralarındaki ilişkilerin değeri olasılığa bağlıdır. Belirsizlik durumunda ise, bağımlı değişkenlerin tamamı bilinmemekte ya da bağımsız değişkenlerden en az birinin değeri tanımlanamamaktadır.

1.2 GELENEKSEL (STANDART) FİNANS TEORİLERİ

Neo-klasik ekonomi düşüncesine dayanan standart finans teorisi, çok sayıda katılımcıya sahip, öngörülebilir bir sistem içerisinde alıcı ve satıcıların bir araya geldiği, yatırımcıların yatırım kararı alma sürecinde değişmeyen, doğru tanımlanmış

²Tezer Öçal ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999, s. 205.

³Hamdi Taha, “Belirsizlik Açıklayan Kelimelerin Belirsizlik Dereceleri”, **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 2, 1989, s. 106.

tercihlere sahip olduğunu ve rasyonel olarak hareket ettiklerini ve riskten kaçındıklarını varsaymaktadır⁴.

1.2.1 Beklenen Fayda Teorisi

İlk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılan ardından John Von Neumann ve Oscar Morgenstern adlı iki araştırmacı tarafından yayınlanan “Theory of Games and Economic Behavior” isimli eserle formülize edilen beklenen fayda teorisi, geleneksel finansın temelini oluşturmaktadır. Bu teoriye göre insan, rasyonel bir varlıktır. Beklenen fayda teorisine göre insanlar, riskli ya da belirsizlik taşıyan fırsatları onlardan beklenen yararları karşılaştırarak seçerler⁵. Varsayımlara dayanılarak geliştirilmiş olan Beklenen Fayda Teorisi, sayılaştırılabilir bir fayda anlayışından yola çıkmaktadır. Daha büyük bir beklenen fayda daha yüksek bir tercih düzeyi ile ilişkilendirilebilir⁶.

John Von Neumann ve Oscar Morgenstern (NM) beklenen fayda teoremi, beş varsayıma dayandırılarak geliştirilmiştir.

1) İnsanlar bir belirsizlik durumu ile karşılaştıklarında, bu durumun gerçekleşmesine ilişkin ”objektif olasılığı” tespit ederler. Bu işlemi yaparken Bayes teoremini kullanırlar ve herhangi bir seçeneğe dair yanlılık göstermezler.

2) Çok azdan iyidir. Eğer A, B’den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile B arasından mutlaka A’yı seçecektir.

3) Alınan kararlar tutarlıdır. A, B’den, B de C’den fazla fayda sağlıyorsa karar verici A ile C arasında bir tercih yapması durumunda A’yı tercih edecektir.

4) Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı

⁴Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s. 43.

⁵Philippe Mongin, **Expected Utility Theory**, Handbook of Economic Methodology, London, 1997, ss. 342-350.

⁶Osman Barak, **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, Gazi Yayınları, Ankara, 2008, s. 71.

foydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.

5) Söz konusu fayda fonksiyonu çanak şekindedir. Bu da “Azalan Marjinal Fayda Kuralının geçerli olduğunu gösterir.

1.2.2 Bayesçi Öğrenme Teorisi

Karar almada geleceğin belirsizliği sorununu aşmaya yönelik çalışmalardan birisi de Thomas Bayes’e aittir. Kendisi de bir matematikçi olan Bayes’e göre gelecekteki olayları tahmin etmede önceki olayların bilgisi kullanılarak, olasılık ve istatistikten yararlanan bir karar alma yöntemi oluşturulabilir. Belirsiz bir sonuca sahip bir durumu ölçmenin tek yolu onun olasılık dağılımını hesaplamaktan geçer.

1.2.3 Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin mevcut olan bütün bilgiyi yansıttığını, fiyatların bilgi girişıyle değişmediğini varsayar. Yani fiyat değişimleri tamamen rassaldır⁷.

Bu yaklaşım çerçevesinde, eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ise, herhangi bir andaki menkul değerin piyasa fiyatı o menkul değerin gerçek değerine eşit olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezi belli varsayımlar üzerine kurulmuştur⁸:

- 1) Yatırımcının temel amacı ekonomik faydasını ençoklamaktır.
- 2) Yatırımcılar risk ve getiri temeline dayalı seçimler yaparlar.
- 3) Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- 4) Yatırımcılar birbirinin aynı zaman ufkuna sahiptir.

⁷İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 4. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2005, s. 221.

⁸Berna Kocaman, “Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bazı Gözlemler ve Değerlendirmeler”, **İMKB Araştırma Yayınları**, Sayı: 5, 1995, s. 9.

5) Bilgi serbestçe elde edilebilir.

Bu basitleştirici varsayımların dışında etkin piyasalar hipotezi üç temel varsayımı içermektedir⁹.

a) Yatırımcılar rasyoneldir ve menkul kıymetleri rasyonel değerlendirirler.

b) Bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile, rasyonel davranmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve böylece fiyatlar etkilenmemiş olur.

c) Yatırımcılar aynı yönde rasyonellik dışı davranış sergilerlerse, piyasada bulunan rasyonel arbitrajcılar, bu davranışların fiyatları etkilemesini engellerler.

Fama etkin piyasalar hipoteziyle çoğu “Random Walk” hipotezine dayanan ampirik çalışmaları organize ederek bu çalışmalarını teorik bir yapıya oturtmuş ve pazarı etkinlik düzeyi açısından üçe ayırmıştır¹⁰.

i. Zayıf Tip Etkinlik: Zayıf etkin piyasalar hipotezi, rassal hareket modelinin test edilmesine yöneliktir. Tarihi fiyat bilgilerinden hareketle gelecek fiyat değişimlerini tahmin etmek mümkün değildir. Fiyat değişimleri tamamen rassal olarak gerçekleşir. Böylece bir dönemdeki fiyat değişimleri diğer dönemdeki fiyat değişimlerinden bağımsız olarak hareket eder.

ii. Yarı Güçlü Tip Etkinlik: Yarı güçlü etkin piyasalar, kamuya açık her türlü bilgi girişine karşı çok hassastır ve bu bilgi girişlerine kısa sürede uyum göstermektedir. Bu sebepten dolayı hisse senetlerinin geçmiş fiyat ve hacimleri, genel ekonomik veriler, sektör ve şirketle ilgili ekonomik veriler gibi şirketi ilgilendirebilecek kamuya açıklanmış her türlü bilgi menkul kıymet fiyatlarına tamamen yansımıştır. Yarı etkin piyasalarda, kamuya açıklanmış bilgi ve temel teknik analiz yöntemleri kullanarak ilave kazanç elde etmek mümkün değildir.

⁹ Andrei Scheleifer, **Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance**, Oxford University Press, Oxford, 2000, s. 2.

¹⁰F. Fama Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Cilt: 25, Sayı: 2, 1970, s. 388.

iii. Güçlü Tip Etkinlik: Bu hipotez, menkul kıymet fiyatlarının kamuya ait olan veya olmayan tüm bilgiyi yansıttığını varsaymaktadır. Bu hipoteze göre, hiç kimse özel bir bilgiye sahip olarak, bundan bir yarar sağlayamaz. Ancak günümüzde hiçbir sermaye pazarının tam güçlü etkinlikte olmadığı gözlemlenmektedir.

Yatırımcı rasyonelitesi Fama'nın da öne sürdüğü gibi riske göre düzeltilmiş aşırı getiriler elde edilmesini imkânsız kılmaktadır. Bununla beraber piyasalarda irrasyonel yatırımcıların varlığı etkin piyasalar hipotezini ortadan kaldırmamaktadır. Bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile, rasyonel davranmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve böylece fiyatlar etkilenmemiş olur, varsayımından da anlaşıldığı gibi, bazı yatırımcıların tamamen rasyonel olmadığı durumlarda bile, etkinlik varsayımı korunmaktadır. Ancak etkin piyasalar hipotezine göre yatırımcıların işlem stratejilerinin birbirleri ile ilişkili olduğu varsayımı da etkin piyasalar hipotezini ihlal etmemektedir. Bu durum arbitraja dayandırılmaktadır. Sharpe ve Alexander arbitraji "aynı ya da esasen benzer iki farklı fiyatı olan piyasadaki menkul kıymeti eşanlı ve avantajlı olarak satın alma ve satma işlemi" olarak tanımlamaktadır¹¹.

Etkin piyasalar hipotezine karşıt olarak, davranışsal finasta temel varsayım, gerçek dünyada arbitrajın riskli ve sınırlı olduğudur. Davranışsal finans açısından arbitraji sınırlandıran üç faktör bulunmaktadır. Bunlar temel risk, irrasyonel yatırımcı riski ve uygulama maliyetleridir.

Temel risk, arbitrajcının yanlış olma ihtimalinden kaynaklanırken, irrasyonel yatırımcı riskinde ise arbitrajcının yanlış fiyatlandığını düşündüğü ve arbitraj amaçlı pozisyon aldığı hisse senedinin fiyatı, irrasyonel yatırımcıların işlemleri nedeniyle arbitrajcı için daha da kötü bir hale gelebilir¹². Arbitraji sınırlandıran son faktör ise uygulama maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada, yanlış fiyatları araştırıp bulma maliyeti, işlem maliyeti, spread farkı, açığa satış için ödünç alma işlemi varsa ödünç alma maliyetleri sayılabilir.

¹¹ William Sharpe ve G. John Alexander, **Investment**, Englewood Cliffs: N.J. Prentice Hall, London, 1990, ss. 35-42.

¹² James Brandford De Long ve The others, "Noise Trade Risk in Financial Markets", **The Journal of Political Economy**, Cilt: 98, Sayı: 4, 1990, ss. 703-738.

1.3 GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİNE GETİRİLEN ELEŞTİRİLER

Geleneksel finans teorileri oluşturulurken bu teorilerde insanların “rasyonel” oldukları veri olarak kabul edilir. Beklenen fayda teorisi bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Bu teoriye karşı yapılan itirazların temelinde gözlemlenen insan davranışının teoride varsayılandan farklı olması yani irrasyonel olması yatmaktadır. Deneysel kanıtlar, laboratuvar ortamında oluşturulan risk içeren yapay durumlarda bireylerin davranışlarının teoride öngörülenden farklı olduğunu göstermektedir.

1.3.1 Etkin Piyasalar Hipotezine Aykırı Durumlar

Piyasaların etkin olup olmadığına dair çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bu çalışmaların bir kısmı hipotezi doğrularken bir kısmı da reddetmiştir. Piyasaların etkin olması fiyatların rassal olmasını sağlarken, fiyatların rassal olması piyasanın etkin olduğu sonucunu vermez. Geleneksel finans literatüründe etkin piyasalar hipotezine aykırı piyasa hareketleri anomali olarak adlandırılmaktadırlar. Anomali teoriden sapmalar anlamında kullanılmaktadırlar. Diğer etkin piyasalar hipotezine aykırı durumlar ise yatırımcı duyarlılığı (irrasyonel yatırımcı) ve sürü davranışı kavramlarıdır.

1.3.1.1 Hisse Senetleri Piyasalarında Anomaliler

Etkin piyasa hipotezine yöneltilen eleştirilere göre piyasalar etkin değildir. Hızla değişen bilgiler karşısında, kompleks karar değişkenlerinden etkilenen, farklı görüşlere sahip, bilgileri homojen şekilde yorumlayamayan, kuşku, korku ve ümit gibi duyguların tesiri altında hızlı karar veren yatırımcıların rasyonel davranması mümkün değildir.

Anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimidir, bir başka deyişle çelişkidir. Yaşamın ekonomik, finansal, sosyal

ve kültürel boyutlarında anomali olarak değerlendirilen gözlemlerle karşılaşmak mümkündür¹³. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senetleri piyasaları üzerine yapılan bilimsel çalışmalarda, etkin piyasa hipotezi ve hisse senetlerinin risk ve getirileri arasındaki ilişkileri açıklayan mevcut fiyatlandırma modellerinin öngörülere ile uyuşmayan sonuçlara sıklıkla rastlanmaktadır. Davranışsal finansın kategorileri arasında yer alan pek çok yanılsama, piyasalarda anomalilerin oluşmasına ve piyasaların etkinlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır.

1.3.1.1.1 Dönemsel Anomaliler

Dönemsel anomaliler, hisse senedi getirilerinin herhangi bir gün, hafta, ay veya zaman diliminde, diğer zaman aralıklarına göre daha üstün veya kötü performans gösterip göstermediği ile ilgilidir. Dönemsel anomalilere göre oluşturulan yatırım stratejilerinin karlılığı etkin piyasa hipotezinin rassal yürüyüş modeli ile doğrudan çelişkili bir nitelik taşımaktadır. Etkin piyasalar hipotezine göre, hisse senedi getirileri zamandan bağımsızdır. Belli bir zaman diliminde gözlemlenen getiri trendini kullanarak gelecekteki getirileri tahmin etmek ve sürekli normal üstü getiri sağlamak imkansızdır. Oysa dönemsel anomaliler bunun aksini ortaya koymaktadır. Anomaliler, sadece hisse senedi piyasalarında değil, diğer piyasalarda da gözlemlenmektedir¹⁴.

Literatürde tespit edilen, hisse senedi getirilerine ilişkin dönemsel anomaliler üç başlık altında toplanabilir ;

- Günlere ilişkin anomaliler
- Aylara ilişkin anomaliler
- Tatillere ilişkin anomaliler

¹³Tahsin Özmen, “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayını**, Cilt: 5, Sayı: 61, 1997, s. 11.

¹⁴Recep Bildik, “Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma”, **İMKB Yayını**, Sayı: 27, 2000, ss. 14-15.

1.3.1.1.1 Günlere İlişkin Anomaliler

Borsada işlem gören hisse senetlerinin, haftanın belirli bir veya birkaç gününde, diğer günlere oranla, relatif olarak daha düşük ya da yüksek getiri sağlayıp sağlamadığı, günlere ilişkin anomalilerle açıklanmaktadır. Günlere ilişkin anomaliler, etkin piyasalar hipotezinin aksine, haftanın bütün günlerinin, ortalama getirilerinin aynı olmadığını, günler arası getiri farklılıklarının var olduğunu bilimsel yollar ile ortaya koymaktadır.

Günlere ilişkin anomalileri inceleyen ilk araştırma, 1931 yılında Fields tarafından yayınlanmıştır. Çalışmada, hafta sonunun belirsizliğinin oluşturduğu riski taşımamak için, yatırımcıların haftanın son işlem günü portföylerini risksiz yatırım araçlarına çevireceklerini ve dolayısı ile Cumartesi günü fiyatların düşeceği varsayımından hareket edilmiştir. Bu kapsamda 1915-1930 yılları arası Dow Jones Sanayi endeksi ortalaması incelenmiş, 717 haftadaki Cumartesiler ile Pazartesi ve Cuma kapanış fiyatları karşılaştırılmıştır. Ancak genel bilinen ya da beklenenin tersine Cumartesileri fiyatların yükselme eğiliminde olduğu, 717 haftanın %52'sinde Cumartesi ortalama getirilerin Cuma ve Pazartesi günlerine oranla daha yüksek, %36'sında ise daha düşük olduğu saptanmıştır¹⁵.

Finans literatüründe, haftanın günü ya da hafta sonu anomalisi denildiğinde, hisse senedi getirilerinin haftanın ilk işlem gününde sistematik olarak negatif getiri sağladığı akla gelmektedir.

1.3.1.1.2 Aylara İlişkin Anomaliler

Finansal literatürde aylık anomali denilince "Ocak etkisi" anlaşılmaktadır. Hisse senetleri birçok ülke borsalarında Ocak aylarında diğer aylara oranla sistematik olarak yüksek getiri sağlamaktadır. Ocak ayı anomalisi, hisse senetlerinin

¹⁵ Özmen, s. 14.

Ocak aylarında yılın diğer aylarına oranla daha yüksek bir getiri sağlamasını açıklamaya çalışan bir anomalidir¹⁶.

Rozeff ve Kinney (1976)¹⁷ New York borsasında 1904-1974 yıllarına ilişkin yaptıkları çalışmada, Ocak ayının diğer aylara oranla çok daha yüksek getiri sağladığı ve Ocak ayının ortalama getirisi %3,48 iken diğer ayların %0,42 olduğunu tespit etmişlerdir. Yıllık getirilerin yaklaşık üçte ikisinin Ocak ayında gerçekleştiği saptanmıştır¹⁷.

Özmen 1997 yılında yayınladığı, İMKB’de Ocak 1988-Mayıs1996 tarihlerini kapsayan 101 aylık döneme ilişkin yapmış olduğu araştırmada, hisse senetleri getirilerini aylara ilişkin karşılaştırmalı olarak incelemiş ve en yüksek getiriyi sağlayan ayın Ocak ayı, en yüksek negatif getiri sağlayan ayın ise Ekim ayı olduğunu tespit etmiştir. Tek bir getirin diğer ayların ortalama ayrı ayrı getirileri ile karşılaştırmasında da aynı sonuca ulaşmıştır¹⁸.

Yukarıda açıkladığımız literatür bulguları sonucunda, Ocak ayı anomalisinin uluslararası piyasalarda sistematik bir anomali olduğunu belirtebiliriz.

1.3.1.1.1.3 Tatillere İlişkin Anomaliler

Hisse senedi getirileri, birçok ülkede, tatil öncelerinde, diğer işlem günlerine oranla daha yüksek gerçekleşmektedir. Tatillere ilişkin anomalilerin zamanı, borsanın, hafta sonu tatili, dini ve resmi bayramlara ilişkin tatil dönemi öncesi ve sonrasını kapsamaktadır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatlarındaki, tatil öncesi ve sonrası dönemlerde herhangi bir olağandışı davranış gösterip göstermediği ile ilgili bu durum, tatillere ilişkin anomalilerin konusunu oluşturmaktadır.

Lakonishok ve Smidt (1988) çalışmalarında, Aralık ayının son günü ile, Yılbaşı tatili öncesi hisse getirilerinin olağanüstü bir şekilde yükseldiğini gözlemlemişlerdir. Rogalski 1984 yılında yayınladığı çalışmasında, 1974-1984

¹⁶ M. Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2001, s. 285.

¹⁷Michael Rozeff ve William Kinney, “Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns”, **The Journal of Financial Economics**, Sayı: 3, 1976, ss. 379-402.

¹⁸Bildik, ss. 17-26.

yıllarına ilişkin, Dow Johns Endüstri endeksi ortalaması üzerinde yapmış olduğu araştırmada, hafta sonu getiriler ile resmi tatil sonrası getiriler arasında belirgin farklılıklar tespit etmiştir. Bu farkın nedenini, haftanın günleri ile firma büyüklüğünün bir fonksiyonu olarak açıklamıştır.

İMKB ile ilgili olarak yapılmış birçok çalışmada da (Özmen 1992, Erbil 1993, Karan 1994, Balaban ve Candemir 1995) uluslararası bulgulara paralel bir şekilde tatil öncesi yüksek getiri anomalisinin varlığı tespit edilmiştir¹⁹.

İMKB’de 1988-1998 tarihleri arasında tatillere ilişkin anomalileri araştıran Bildik²⁰, piyasanın kapalı olduğu resmi tatil öncesi ve sonrası hisse senedi getirilerini incelemiştir. Araştırma sonucunda, hisse senedi piyasasında, tatil öncesindeki günlerde getiri ve işlem hacmi ortalamasının, gerek tatil sonrasında ve gerekse diğer tüm günlerdekinden önemli ölçüde yüksek olduğu bulunmuştur. Ancak iki günlük takas süresi uygulamasına geçilmesinden sonra bu durumun tersine döndüğü ve tatil sonrası getirilerin tatil öncesinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.. Sonuç olarak, İMKB’de hisse senedi getirilerinin resmi tatillerden önceki ve sonraki ilk işlem günlerinde diğer günlerden farklı hareket ettiği ve İMKB’de güçlü bir tatil etkisi olduğu görülmüştür.

1.3.1.1.2 Dönemsel Olmayan Anomaliler

Hisse senetleri piyasasında dönemsel olmayan anomaliler yatay-kesit getirilerin tahmin edilebilirliği olarak ortaya çıkmaktadır. Eğer hisse senetleri piyasası etkinse, piyasadaki bütün hisse senetleri, getirilerle optimal risk düzeyinin ilişkilendirildiği menkul kıymet piyasası doğrusu üzerinde yer almalıdır.

¹⁹Özmen, s. 110.

²⁰Bildik, ss. 21-22.

1.3.1.2 Yatırımcı Duyarlılığı (İrrasyonel Yatırımcılar)

Geleneksel varlık fiyatlama modellerinin en temel varsayımlarından biri, tüm yatırımcıların rasyonel olduğudur. Ancak finans piyasalarında işlem yapan tüm yatırımcılar rasyonel olmayıp, duygusal kararlar da alabilmektedirler.

Piyasalarda son zamanlarda ekonomilerde görülen kırılganlık, her geçen gün piyasalara dahil olan yatırımcı sayısının artması, bu yatırımcıların sahip oldukları bilgi düzeyinin çok büyük farklılıklar arz etmesi gibi gerçekler ve bunlar hakkında yapılan ampirik çalışmalar, menkul kıymet fiyatlarının ve getirilerinin hesaplanmasında göz önüne alınmaya başlanan ve birbiriyle iç içe olan iki kavramı ortaya çıkarmıştır. Bunlar “gürültü (noise)” ve “yatırımcı duyarlılığı (investor sentiment)” kavramlarıdır.

1.3.1.2.1 Gürültü (Noise) Kavramı

Gürültü kavramı, Fischer Black’in tanımı ile “bilginin karşıtı”dır. Black’e göre bir portföyün veya hisse senedinin getirisinin tahmin edilememesi gürültü kavramının bir sonucudur. Genel olarak piyasalarda iki tip yatırımcının olduğu söylenebilir. Bunlar rasyonel yatırımcılar ve gürültü yatırımcılarıdır. Piyasa hakkında önemli bilgilere sahip olmayan, herhangi bir duyum karşısında irrasyonel tepkiler vererek hareket eden yatırımcılar, literatürde gürültü yatırımcıları olarak adlandırılmaktadır. Rasyonel yatırımcılar menkul kıymet getirileri hakkında mantıklı beklentilere sahipken, gürültü yatırımcılarının beklentileri duyarlılıklarının etkisine göre şekillenmektedir. Gürültü işlemleri de doğru bilgiye sahip olmayan, irrasyonel bir şekilde hareket eden yatırımcıların davranışları ve dahil oldukları işlemlerdir. Gürültü yatırımcılar, yeni ulaştıkları bilgilere aşırı tepkiler verebilirler ve alım ya da satım yoluyla piyasada büyük çaplı dalgalanmalara sebep olabilirler²¹. Gürültü yatırımcılarının piyasaları dengeden uzaklaştırması sayesinde alım satımın arttığı ve

²¹De Long ve The others, ss. 740-756.

bu yatırımcıların piyasada likiditeyi arttırdığı gerçeği yadsınamazdır. Kimi çalışmalar da bu duruma destek vermektedir²².

Piyasada gürültü yatırımcıları varsa, onların ortak hareketi fiyatı daha yukarıya çeker ve rasyonel yatırımcılar zarar eder. Bu durum “gürültü yatırımcıları riski” olarak adlandırılmaktadır. Fakat fiyatların önünde sonunda temel değerine döneceğine inanılırsa, uzun dönemde kar elde edilebilecektir.

1.3.1.2.2 Yatırımcı Duyarlılığı Kavramı

Yatırımcı duyarlılığı kavramı piyasalarda genel olarak menkul kıymet getirilerine ilişkin olarak fazla iyimserlik ya da fazla kötümserlik olarak ifade edilmektedir. Kimi yatırımcılar rasyonellikten uzak olsa bile bunların taleplerinin aralarında dengeleneceği varsayılır²³. Ancak piyasalarda son zamanlarda fiyat oluşumlarının sadece haber ve temel bilgiler ile bağlantılı olmadığını ortaya koyan birçok çalışma yer almaktadır.

Avery ve Chevalier (1999) yatırımcı duyarlılığının iki tip olduğunu belirtmektedir. Bunlar tahmin edilen ve tahmin edilemeyen duyarlılıklardır. Tahmin edilemeyen ve aniden ortaya çıkan duyarlılık için gerekli olan dört temel koşul şöyle sıralanmaktadır²⁴:

1. Gürültü yatırımcılara bağlı toplam talebin sıfırdan farklı olması,
2. Piyasada işlem yapmanın, piyasaya katılmanın ve bilgi edinmenin bir maliyetinin olması,
3. Bilgiye sahip yatırımcıların menkul kıymetin değeri hakkında kesin biryargıya sahip olmamaları,
4. Rasyonel yatırımcıların riskten kaçınması gereklidir.

²²Gregory Brown, “Volatility Sentiment and Noise Traders”, **Investment Management and Research Journal**, Cilt: 55, Sayı: 2, 1999, ss. 82-90.

²³Jeffrey Wurgler ve Malcolm Baker, “Investor Sentiment and The Cross Section of Stock Returns”, **Financial Analysts Journal**, Cilt: 56, Sayı: 4, 2004, s. 19.

²⁴Avery Cristopher ve Judith Chevalier, “Identifying Investor Sentiment From Price Paths: The Case of Football Betting”, **The Journal of Business**, Cilt: 72, 1999, ss. 493-520.

Birinci koşul duyarlılığın alım ya da satım yönünde fiyat hareketleri yaratması gerektiğini belirtir ve piyasada likidite yaratır. İkinci koşul fiyat hareketleri karşısında piyasaya girmek isteyen yeni katılımcıların sınırlı olmasını garanti eder. Son iki koşul ise rasyonel yatırımcıların duyarlılığa karşı tepkilerinin sınırlı olması anlamına gelir. Bu sayede doğru bilgiye sahip yatırımcıların menkul kıymet fiyatının beklenen değerden az olduğunu bildikleri takdirde sürekli satın almalarının önüne geçilmiş olur.

1.3.1.2.3 Aşırı ve Yetersiz Tepki Verme Davranışları

Yatırımcıların karar verirken kendilerine rehber edindikleri, sadece ekonomik veya finansal göstergeler değildir. Aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve fırsatları algılama biçimleri de aldıkları kararlarda etkili olmaktadır²⁵.

Yetersiz tepkiye ilişkin bulgular, kazanç açıklamaları türünden haberlere hisse fiyatlarının yetersiz tepki gösterdiğini ortaya koymaktadır. Yetersiz tepki, yatırımcıların şirket kazançlarına ilişkin haberleri yorumlarken tutuculuk ve temsiliyet kısıyolunun etkileri ile açıklanmaktadır. Sezgisel yaklaşımda, bu şirkete ilişkin kazanç haberleri aldıkları zaman yatırımcılar, Bayesgil istatistiğin öne sürdüğü şekilde tepki gösterme eğilimde değildir. Çünkü insanlar tutuculuk gösterme eğiliminde olmaktadır. Tutuculuk önyargısı, kazanç duyurularına ve kısa vadeli trendlere hisse fiyatlarının neden yetersiz tepki gösterdiğini açıklamaktadır. Dayanak ve düzeltme nedeniyle tutuculuğa maruz kalan analistler kazanç duyurularını içeren yeni bilgiye tepki verirken kazanç tahminlerinde yeterince düzeltme yapmazlar.

Kazanç tahminlerindeki tutuculuk, beklenmeyen pozitif getirilerin, beklenmeyen negatif getirileri ise negatif getirilerin izleyeceği anlamına gelmektedir²⁶.

²⁵Berna Taner ve Cenk Akkaya, "Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı", D.E.Ü İ.İ.B.F Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 27, 2005, s. 47.

²⁶Döm, ss. 120-121.

Aşırı reaksiyona ilişkin bulgular, uzun vadede aynı yöne işaret eden devamlı ve tutarlı haber davranış örüntülerine hisse fiyatlarının aşırı tepki gösterdiğini ortaya koymaktadır. Yani uzun süre iyi haberler kaydeden menkul kıymetler aşırı fiyatlandırılma eğilimi taşımakta ve sonradan ise, düşük ortalama getirilere sahip olmaktadır. İyi performansa sahip menkul kıymetler ekstrem olarak yüksek değerlendirilmekte ve bu değerlemeler uzun vadede ortalamaya geri dönmektedir²⁷.

Yetersiz tepki ve aşırı tepki bulguları, Etkin piyasalar hipotezi ile çelişir niteliktedir. Şöyle ki; yatırımcılar çeşitli pazarlarda, hiç ekstra risk almadan, aşırı tepki ve yetersiz tepkilerin avantajını kullanarak çok ciddi kazançlar elde edebilmektedirler. Etkin piyasalar hipotezinin geçerliliğine olan inancın azalmasına yol açan başka bir neden ise, yatırımcıların daima yeni bilgi ile orantılı olarak tepki göstermediğidir. Bazen de yatırımcılar kaybedenleri satın alma ve kazananları elden çıkarma davranışı ile yüksek getiriler sağlayabilmektedirler²⁸.

1.3.1.3 Sürü Davranışları

Finansal piyasalarda sürü davranışları finansal piyasaların var oluşu ile eş zamanlı olarak süre gelen bir kavramdır. 17. yüzyılda ortaya çıkan lale çılgınlığından, dünya borsalarında 1974-1982 yılında görülen sert dalgalanmaya, 1980'lerde Japonya'da borsa ve emlak piyasasında oluşan aşırı değerlemeye ve 2000 yılında oluşan medya ve telekom köpüğüne kadar, finansal piyasalar aşırı değerlemeyi ve beraberindeki çöküşü ya da yükselişi genel olarak sürü davranışları ile açıklamıştır.

Finansal krizlerin literatür açıklamalarında sürü davranışları genel açıklayıcı olarak kullanılmaktadır. Yatırımcıların edindikleri bilgiler ışığında işlem yaptıkları ve bu bilgilerin fiyatlara yansıdığı ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, finans piyasaları uzun vadede bilgisel bakımdan güçlü formda etkindir. Ancak yatırımcıların kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre davranmaları durumunda bu etkinlik ortadan kalkabilmektedir. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu yatırımcı

²⁷Döm, s. 122.

²⁸Döm, ss. 119-120.

davranışı tipi, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır. Ancak her benzer davranış, sürü davranışı olarak kabul edilemez.

Yatırımcının verdiği bir yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi, bir yatırımcı davranışının sürü davranışı olarak kabul edilmesi için ön koşuldur. Sürü davranışı genel olarak ikiye ayrılabilir. Rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı. Rasyonel sürü davranışı, temelde temsil probleminden kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, kendi çıkarlarını ve itibarlarını korumak adına sahip oldukları bilgiyi kullanmayabilmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. İrrasyonel sürü davranışı ise büyük ölçüde yatırımcı psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, yatırımcılar inançlarını ve bilgilerini terk ederek diğer yatırımcıların davranışlarını takip edebilmektedir²⁹.

1.3.1.3.1 Rasyonel Sürü Davranışları

Rasyonel sürü davranışlarının piyasalarda çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenlere ilişkin olarak ise öne çıkan kavramlar, bilgiye dayalı şelale ve relatif performans değerlendirmesidir.

Banerjee (1992) ile Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch (1998) sürü davranışını bilgisel etkilerle açıklamaktadır. Her iki model, bireyin kendinden önce gelen diğer bireylerin davranışlarını sıra ile gözlemleyerek bilgiye ulaştığını göstermektedir. Banerjee (1992) modelini bir restoranın kalitesine ilişkin, eksik bilgiye sahip her bir bireyin iki restorandan hangisinin daha iyi olduğunu belirleme çabaları örneği ile göstermektedir. İlk birey kendi sinyalini izlemektedir. Ondan sonra gelen bireyler ise kendinden önce gelen bireylerin sinyallerini izleyerek kendi sinyallerini ret edebilmektedir. Yani ilk seçimi yapan birey, diğer bireylerin kararlarında etkili olabilmektedir. Böylece bir bireyin kendi bilgisini kullanmayarak diğerlerini taklit etmesi Shiller'a göre negatif sürü dışsallığı oluşturacaktır. Birbirine

²⁹Serpil Canbaş ve Serkan Y. Kandir, "Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerine Etkisi", **D.E.Ü İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 22, Sayı: 2,2007, ss. 230-235.

yaklaşan davranışların en temel nedeni olarak, insanların benzer problemler ile karşılaşması gösterilmektedir. Ancak birey problemlere ilişkin çözümlerinde kısa yollar tercih etme eğilimindedir. Bilginin değerlendirilmesi ve sonuçlandırılması birçok birey tarafından maliyetli bulunduğundan, diğer bireyler tarafından yapılmış olan analizler karar sürecinde kullanılabilir. Bu durum ise bilgiye dayalı olarak sürü davranışlarını beraberinde getirmektedir³⁰.

Finansal piyasalarda fon yöneticileri mutlak performanslarından ziyade, karşılaştırmalı performansları ile değerlendirilmektedir. Bu relatif bakış açısı ise fon yöneticilerinin diğerlerini taklit etmesini meydana getirmektedir. Ücreti bir diğer fon yöneticisinin elde ettiği performansa bağlı olan yönetici, gerek ücret kaybı gerekse itibar kaybı kaygısıyla diğerlerini taklit etme eğilimindedir. Bu durum ise benzer hale gelen fon performanslarını ve beraberinde sürü davranışlarını doğurmaktadır.

1.3.1.3.2 Rasyonel Olmayan Sürü Davranışları

Taklit etme, sosyal baskı ve moda, sosyal bilimciler tarafından çok çeşitli bağlamlarda ele alınmıştır. Daha sonra, bu kavramlar yatırımcıların finansal piyasalardaki irrasyonel davranışlarını açıklamada kullanılmaya başlanmıştır. Fiyatlar neden çok dalgalı seyretmektedir ya da hisse senetleri fiyatları kazanç haberlerine neden aşırı tepki ya da yetersiz tepki göstermektedir. Standart finansta bu çelişkiler kurumsal nedenlere veya risk primindeki değişimler gibi ekonomik verilerdeki değişimlere bağlanmayan fiyat dalgalanmaları olabilmektedir. De Bondt ve Forbes'e göre ise inançlardaki sürü davranışı, işlem davranışlarında sürü davranışına neden olduğu zaman; inançlardaki sürü davranışı piyasa fiyatlarını etkilemektedir. İnsanların birbirini taklit ederek benzer şekilde davranmasını sosyal psikolog Ash insanların rasyonel olarak diğerlerinin aksiyonlarından açığa çıkardığı bu bilgiyi nasıl değerlendirdiğini ve bu baskıyı yaptığı bir dizi klasik deneysel çalışmada ortaya koymaktadır. Bu çalışmalarda insanların, grup baskısının altında

³⁰Sushil Bikhchandani ve The others, "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades", **The Journal of Economic Perspectives**, Cilt: 12, Sayı: 3, ss. 151-155.

kaldığı ve rasyonel olan kararlarını irrasyonel kararlara çevirdiği sonucuna varılmıştır³¹.

Özet olarak sürü davranışları finansal piyasalarda geçmişten bugüne varlığını sürdürmekte ve sürdürmeye devam edecektir. Bu davranışlar kimi dönemlerde finansal krizleri beraberinde getirirken, kimi dönemlerde ise arbitrajcılarının işlemleri ile bertaraf edilebilmektedir. Son yıllarda geliştirilen insansız trading sistemleri ve teknik analize bağlı fonların gelişimi ile birlikte bu durum bertaraf edilebilir, ancak tüm bu gelişmelere rağmen piyasalarda bireysel yatırımcının varlığı devam ettiği sürece sürü davranışları ve beraberinde ortaya çıkan finansal krizler kaçınılmazdır.

1.4 DAVRANIŞSAL FİNANS

Bu konu başlığı altında, davranışsal finansın temeli olan beklenti(umut) teorisi ile beraber davranışsal finans kavramına ve gelişimine, etkin piyasalar hipotezi ile karşılaştırılmalı değerlendirmelerine yer verilecektir.

1.4.1 Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı

Bilindiği üzere geleneksel finansın altyapısını beklenen fayda teorisi oluşturmaktadır. Davranışsal finasta ise beklenti teorisi, davranışsal finans araştırmaları üzerinde muhtemelen en etkili teoridir. Beklenen fayda teorisi ile karşılaştırıldığında, beklenen fayda teorisi bazı aksiyomlara dayanırken, beklenti teorisi tasviri bir modeldir. Beklenti teorisi ampirik gözlemlerden yola çıkılarak geliştirilmiş bir model iken, beklenen fayda teorisi mantık kurallara dayandırılarak çıkarılan aksiyomlar seti üzerinde durur. Beklenen fayda teorisi bir anlamda rasyonel davranış biçimini ortaya koymaya çalışırken, Beklenti teorisi fiili davranışın ne olduğunu açıklamaya çalışır. Beklenen fayda teorisine dayanarak oluşturulan modellerdeki problemler basit ve anlaşılır problemlerdir, ancak gerçek yaşamda

³¹Döm, ss. 146-147.

insanların karşılaştıkları problemler bu modeldekinden çok daha karmaşıktır. Beklenti teorisi bu açığı kapatmaya çalışır.

Kahneman ve Tversky, beklenen fayda teorisinin bu üç ilkesinin geçerliliğini çürütmek için riskli tercihleri araştıran bir anket hazırlamış ve deneklere uygulamışlardır. Buna göre kesinlik etkisi, yansıma etkisi, izolasyon etkisi adı altında üç tür etkiyi kanıtlamışlardır³².

Kesinlik etkisi: Beklenen fayda teorisinde elde edilen sonuçların yararları onların olasılıklarıyla ağırlıklandırılmaktadır. Oysa insanlar sonuçları kesinlik söz konusu olduğunda normal olasılık durumuna göre aşırı ağırlıklandırmaktadır.

Yansıma etkisi: Kahneman ve Tversky'nin uyguladıkları anket göstermiştir ki, insanlar pozitif durumlarda, yani kesin kazanç ya da riske girip daha fazla kazanç durumunda riskten sakınırlarken, negatif durumlarda, yani kesin kaybetme ya da riske girip kaybetmeme durumunda riski tercih etmektedirler.

İzolasyon etkisi: İnsanlar tercih yaparken çelişkili tercihler yapabilmektedirler. Bunun nedeni, iki olasılığın genel ve öznel olarak birden fazla bileşene ayrılabilmesidir. Farklı ayrışmalar, farklı tercihlere neden olabilmektedir.

Kahneman ve Tversky bu etkinliklerin varlığını kanıtladıktan sonra, risk altında karar almada alternatif bir yaklaşım olarak, beklenti teorisini ortaya atmışlardır.

İnsan doğası çoklu motivasyonlar, inançlar ve davranışlardan oluşmaktadır. Psikolojik araştırmalar insanın içinde barındırdığı zenginliği ve çeşitliliği öne çıkarmaya çalışırken, iktisat bilimi bu konuda oldukça basitleştirilmiş varsayımlar kullanmaktadır. Beklenen fayda teorisinde insanlar, istikrarlı, çok iyi tanımlanmış fayda fonksiyonlarını maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler olarak ele alınmaktadır. Psikolojide ise karar alma sürecinde, insan davranışlarında rasyonel birey modeli ile açıklanamayan anomalilerden sıklıkla bahsedilmektedir. Piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden

³²Daniel Kahneman ve Amos Tversky, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", **The Science New Series**, Cilt: 185, Sayı: 4157, 1974, ss. 263-291.

kaynaklanabileceği göz önüne alınarak ya da karar alma süreçlerinde psikolojik faktörlerinde eklenmesiyle davranışsal finans ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Davranışsal finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere dayanır³³.

Araştırmacılarda önemli derecede ilgi uyandıran davranışsal finans, ekonomi ve finans açısından yeni gelişmekte olan bir alan olduğu için henüz çok iyi tanımlanmamıştır. Literatürde aşağıdaki tanımlamalara rastlanmaktadır³⁴:

- Davranışsal finans, klasik ekonomi ve finansın, psikoloji ve karar alma ilkeleriyle birleştirilmesidir.
- Davranışsal finans, finans literatüründe gözlemlenen ve raporlanan anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışan bilimsel bir yaklaşımdır.
- Davranışsal finans, yatırımcıların finansal kararlarında sistematik olarak nasıl bilinçsel ve mantıksal hatalar yaptıklarının incelenmesidir.
- Davranışsal finans, yatırımcıların finansal varlıklarının beklenen getirileriyle ilgili tahminlerde bulunurken nasıl sistematik hatalar yaptıklarının belirlenmesidir.
- Davranışsal finans, piyasa katılımcılarının insan doğasının karmaşıklığı ve yetersizliği içinde davranması durumunda neler olduğunun incelenmesidir³⁵.
- Ekonomi ve finansın yeni bir dalı olarak davranışsal finans, özellikle sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin yardımıyla beklenen fayda teorisi ve

³³Giuseppe Cornicello, **Behavioural Finance and Speculative Buble**, Universita Luigi Bocconi E.T., Milano, 2003, s. 23.

³⁴J. Fuller Russel, "Behavioural Finance and a Sources of Alpha", **The Journal of Pension Investing**, Cilt: 2, Sayı: 3, 1998, s. 5-12.

³⁵Mullian Sendhil ve Richard Thaler, "Behavioural Economics", **NBER Working Paper**, Sayı: 7948, 2000, ss. 20-25.

dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının öngöruları ile çelişen gözlemlerin keşfedilmesi ve açıklanmasıyla ilgilenir³⁶.

Bu tanımlamalardan da anlaşılacağı gibi davranışsal finans teorisi bilişsel psikoloji biliminin bireysel karar alma sürecine etkileri ile ilgilenmekte, rasyonel insanı teorisine alt yapı olarak kabul eden modern finans kuramlarından farklı bir yaklaşım izlemektedir. Psikologlar insanların sistematik bir şekilde optimal muhakemeden ve kararlardan hangi yollarla saptıklarını açıklayacak çalışmalar yapmışlardır. Davranışsal finans insan doğasına ilişkin bu bulguları finansal modellere aktararak iktisadi analizleri zenginleştirmektedir. İnsanlar geleneksel finans kurumlarında öngörüldüğü şekilde rasyonel değillerse, rasyonellik kavramı kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışsal finansın konusunu oluşturmaktadır.

1.4.2 Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finansa ilişkin olarak birçok bilim insanı tarafından çeşitli modeller geliştirilmiştir. Bu modeller genel olarak piyasanın yatırımcı davranışlarını temel aldığına ortaya koymaya çalışmaktadır. Geliştirilen bu modeller, psikoloji biliminin, ampirik olarak desteklenmiş yatırımcı davranışına ilişkin bulgularına dayanan varsayımlar üzerine kuruludur.

Davranışsal finans, bilgisel piyasa etkinliğinden sapmaları, piyasa oyuncularının tam rasyonel olmayan ile açıklamaktadır. Başka bir ifade ile davranışsal finans, insan davranışlarının, hisse senetleri fiyatlarının hareketinde nasıl etkili olduğu ile ilgilidir.

Hong ve Stein, davranışsal finans modellerinin taşıması gereken niteliklerini şu şekilde özetlemiştir³⁷:

³⁶ George Frankfurter ve Elton Mcgoun, "Market Efficiency or Behavioural Finance: The Nature of Debate", **The Journal of Psychology & Financial Markets**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000, ss. 200-201.

³⁷ Hong Harrison ve Jeremy C. Stein, "A Unified Theory of Underreaction Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets", **The Journal of Finance**, Cilt: 54, Sayı: 6, 1999, ss. 21-44.

- Yatırımcı davranışı konusunda ampirik bulgularla desteklenmiş varsayımlar üzerine kurulu olmalıdır.

- Piyasalardaki mevcut sapmaların bulgularını tek bir modelle özlü fakat geniş kapsamlı açıklayabilir özellikte olmalıdır. Örnek dışında test edilebilecek ve doğrulanacak ek öngörülerde bulunabilmelidir.

Davranışsal finans modelleri, etkin piyasalar teoreminin geçerli olmadığını ve psikolojik önyargılar ile insanların yatırım davranışlarını etkilediğini savunmaktadır. Bu etkiler ikinci bölümde ayrıntılı anlatılacaktır. Modellerden birincisi, Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998), psikolojik bulgular üzerine kurulu "temsili yatırımcı-representative agent" modelidir. Bu modelde temsili yatırımcı iki tip yargı hatasına düşmektedir. Muhafazakarlık ve temsil edilebilirlik yanlılığı.

1.4.3 Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Yaklaşım

Daha öncede ifade ettiğimiz gibi etkin piyasalar hipotezi sermaye piyasalarında yer alan hisse senetleri ve menkul kıymet fiyatlarının, şirketlere ilişkin mevcut tüm bilgiyi yansıttığını iddia etmektedir. Dolayısıyla etkin bir piyasada fazladan karlar sağlamanın imkanı mevcut değildir. Bu teori, finans dünyasında çok büyük bir ilgi görmesine karşın, gerek insan gerekse piyasalar için getirdiği varsayımlar ve sınırlamalardan dolayı çok büyük eleştiriler almaktadır. Eleştirilere ilişkin yapılan çalışmalar, zamanla test edebilir gözleme dayanan sonuçlarla desteklenmeye başladı. Tüm bu uğraşların ardından davranışsal finans etkin piyasalar hipotezinin karşısına önemli bir rakip olarak çıkmayı başardı.

Davranışsal finansçılara göre yatırımcıların tamamen rasyonel olduğu varsayımını sürdürmek oldukça güçtür. Burada tüm yatırımcıların irrasyonel olması durumundan söz edilmemekte, irrasyoneliteye ilişkin güçlü bir eğilim olduğundan bahsedilmektedir. Bu anlamda sermaye piyasalarında yer alan birçok yatırımcı karar alma sürecinde ilişkisiz bilgiyi esas alarak karar vermektedir.

Sermaye piyasalarında yatırımcılar bilgiden ziyade söylentiye dayalı işlem yapmaktadır. Yatırımcılar, finansal guruların tavsiyelerini izlemekte, çeşitlendirme yapamamakta, aktif olarak işlem yapmakta ve portföylerini değiştirmekte, kazanan hisse senetlerini satıp, kaybeden hisse senetlerini ellerinde tutarak vergi yükümlülüklerini arttırmakta, hisse fiyat hareketlerini ve diğer popüler modelleri izlemektedir. Kısacası rasyonel yatırımcılardan beklenen işlem stratejilerini izlememektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

Birinci bölümde de bahsedildiği gibi insanların rasyonel olmadığı ve etkin piyasaların olmadığı dolayısı ile Davranışsal Finansın geliştiği ayrıntıları ile anlatılmıştır. Bunun en önemli nedeni de insanların psikolojik ve bilişsel önyargılardan etkilendiği ortaya atılmıştır. Bu bölüm de psikolojik önyargılar ve yatırımcı davranışları ayrıntıları ile anlatılacaktır.

2.1 YATIRIMCI DAVRANIŞLARINDA ÖNYARGILAR

Psikologlar insanların normal davranış biçimlerinin piyasalarda işlem yapmaya elverişli olmadığını söylerler. Para kazanma ve kaybetmeye karşı insanların verdikleri normal tepkiler psikolojik önyargıların etkisiyle insanları piyasalarda tam yanlış zamanda yanlış bir işlem yapmasına sebep olabilirler.

Geleneksel finans teorisinde, insanların ekonomik insan olduğu ve rasyonel davrandığı varsayılmaktadır. Yatırımcıların, her türlü bilgiye sahip olduğu, tam bir bilgiye sahip olmasa da en azından açık ve yeterli bir bilgiye sahip olduğu ileri sürülmektedir. Aynı zamanda tercihlerinin tutarlı ve rasyonel olarak bu tercihleri kendi yararına ulaşabilecek en üst noktaya çıkabilecek yeteneğe sahip olduğu varsayılmaktadır. Ancak davranışsal yaklaşım; yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıklarını ve tercihlerinde tutarlı davranmadıkları yönünde sayısız bulgu ortaya koymuşlardır. Elde edilen bu bulgular araştırmacılar tarafından psikolojik önyargılarla gerçekleştirilmiştir³⁸.

Psikolojik önyargılar, genel itibari ile bilginin depolanması, düzeltilmesi ve işleme şekline kaynaklanan algı hataları sonucu ya da karar probleminin formüle edilme sürecindeki hatalar nedeniyle ortaya çıkmaktadır³⁹.

³⁸Döm, s. 43.

³⁹Barak, s. 98.

Bu bölümde psikoloji alanında insan davranışına ilişkin yapılan araştırmalarda elde edilen ve davranışsal finans literatüründe finansal piyasalarda olup biteni açıklamakta sıkça kullanılan bilişsel kısayollar (hevristikler), bilişsel yanlılıklar ve duygusal faktörler sıralanmaktadır. Ayrıca bu psikolojik önyargıların yatırım davranışları üzerine etkileri ele alınmaktadır.

2.2 HEVRİSTİKLER

Hevristik, sorunları çözmeye uygulanabilen, ama doğru çözümü her zaman sağlayamayan bilişsel süreçtir. Sistematik düşünce ya da düşünme, olaylara çok yönlü bakarak düzenleme ve mümkün olduğunca daha çok ilişkili bilgiyi değerlendirme ve alternatif çözüm yolları üzerinde durarak sonuç üretmektir. Buna karşın hevristikler çok az düşünmeyi gerektirir ve karar noktasında kuralın seçimi ve ilgili probleme uygulanmasını içerir. İnsan davranışlarının şeklini ve yönünü belirleyen hevristikler, büyük miktardaki bilgiyi beynin organize etmesini ve hızla işlemesini sağlamaktadır. Böylece kararların alınmasında işlem karmaşıklığını ortadan kaldırmakta ve oldukça faydalı sonuçlar alınmasına neden olmaktadır. Buna karşın, bazen de ciddi ve sistematik hatalara yol açabilmekte, yanlış kullanıma ve karar hatalarına neden olabilmektedir⁴⁰.

İnsanların Hevristik kullanımına neden olan durumlar genel hatları ile aşağıdaki şekilde özetlenebilir⁴¹:

a. İnsanlar aşırı bilgi yüklü olduğu zaman bilgiyi tamamen işlemek güçleşmekte bu da hevristik kullanımına neden olmaktadır.

b. İnsanlar karar vermek durumunda kaldıkları bir problemde, dikkatlice düşünme zamanı ve fırsatı bulmadıklarında, hevristik kullanımı artmaktadır.

c. İnsanlar şans olasılığı olan ve çok fazla önem arz etmeyen kararlar üzerinde, çok fazla düşünmek istememekte, bu da hevristik kullanımına neden olmaktadır.

⁴⁰Döm, s. 44.

⁴¹Barak, s. 99.

d. Karar noktasında ilgili olaya ilişkin yeterli bilginin olmaması, hevristik kullanımına neden olabilmektedir.

Araştırmacılara göre en sık rastlanan hevristikler, bulunabilirlik, temsiliyet ve referans hevristikleridir.

2.2.1 Bulunabilirlik Kısayolu

Bulunabilirlik hevristiki, kişinin bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlatabilme kolaylığına dayalı olarak değerlendirilmesini sağlayan etkili, ama yanlıgı payı yüksek genel bir karar verme kuralıdır.

İnsanlar bir olayın olma olasılığı hakkında yargıda bulunurken ve karar alırken hafızadan kolayca hatırlanan dikkat çeken, çarpıcı ve akıllarına çabucak gelen olayların olma ihtimalini daha fazla görmektedirler. Bilginin doğru, tamamen güvenilir olup olmaması, güncelliğini koruması ya da kaybetmiş olması çok az dikkate alınmaktadır. İnsanlar mevcut inançlarını destekleyen bilgiye aşırı ağırlık vermekte ve kendi inançlarını destekleyen bilgiyi toplama ve desteklemeyenleri de çıkarma eğiliminde olmaktadır. Bütün bu nedenlerle, bulunabilirlik hevristikine maruz kalan yatırımcılar açılış fiyatı ya da en son piyasa faaliyetleri türünden açık ve dikkat çekici bilgiye daha fazla ağırlık vererek, bu haberlere aşırı reaksiyon göstermekte ve karlı olmayan işlem emirleri verdikleri görülmektedir⁴².

Yatırımcıların popüler hisse senetlere yönelmeleri veya piyasada yaşanan bir çöküşten sonra yatırımcıların uzun süre borsaya uğramamaları bu şekilde açıklanabilir.

2.2.2 Temsiliyet Kısayolu

Temsiliyet kısayolu; yatırımcıların yargıya varırken en son, en fazla göze çarpan ve olağandışı görünen unsurlara ağırlık vermesi ve istatistiksel enformasyonları dikkate almayı göz ardı etme eğilimidir.

⁴²Döm, ss. 46-48-49.

İnsanlar olasılıkların tayininde, temsilciliği aşırı kullanma ve temel oranları reddetme eğilimindedir. Temel oranların reddedilmesi ya da düşük kullanımı küçük sayılar kanunu ile açıklanmaktadır. Psikolojideki küçük sayılar kanununa göre insanlar örneklem büyüklüğünü dikkate almadan popülasyonun büyük bir oranı hakkında kanaat sahibi olurlar. Bu durum insanların küçük örneklemeden büyük sonuçlar çıkarmalarına neden olurlar. Örneğin bir yatırımcı X fonuna geçen iki yıl içinde ortalamanın üzerinde getiri elde ettiğini gözlemlemiş ve sırf bu gözlemine dayanarak fonun bir sonraki yıl da ortalamanın üstünde bir performans göstereceğine inanmışsa burada psikolojideki küçük sayılar kanunu işliyor demektir. Çünkü istatistiksel olarak bu çıkarımı yapabilmek için veri yetersizdir ve büyük sayılar kanunu işliyor demektir. Çünkü istatistiksel olarak bu çıkarımı yapabilmek için veri yetersizdir ve büyük sayılar kanununa göre bu sonuca ulaşamaz⁴³.

Temsiliyet kısa yoluna itimat eden yatırımcılar geçmişte kaybeden şirketlerin hisse senetlerine ilişkin aşırı derecede kötümser olmakta ve geçmişte kazananlara ilişkin ise aşırı derecede iyimser olmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda da geçmişteki kaybedenler düşük değerlendirilirken, geçmişteki kazananlar ise aşırı değerlendirilmektedirler. Bu durumda da kaybedenler piyasanın üzerinde getiri sağlarken; kazananlar ise piyasa ortalamasının altında seyretmektedir.

2.2.3 Referans Kısayolu

İnsanların hakkında hiçbir enfomasyona sahip olmadıkları konularda bir tahmin yaptığı durumlarda kendilerince belirledikleri bir referans noktasından hareket ederek, düşüncelerini bu değere göre ayarlamaktadırlar. Örneğin herhangi bir kişinin fiziksel olarak ne kadar aktif olduğunu belirlemek için kendi fiziksel faaliyet düzeyinizi ölçü olarak alabilirsiniz. Hisse senedi işlemlerindeki kayıp ve kazançlar değerlendirilirken de aynı yöntem uygulanır. Referans noktasının üzerinde kalan

⁴³Barak, s. 19.

noktalar kazanç olarak değerlendirilirken altında kalan noktalar kayıp olarak değerlendirilir⁴⁴.

2.3 BİLİŞSEL ÖNYARGILAR VE DUYGUSAL FAKTÖRLER

Beklenti teorisi, karar almanın akılcı bir süreç olduğunu savunanların hiç fark etmediği davranış kalıplarını ortaya çıkarmıştır. Kahneman ve Tversky bu kalıpları insandaki iki yetersizliğe bağlamaktadır. Birincisi çoğu zaman duygular akılcı karar almanın esası olan öz denetimi bozuyordu. İkincisi, insanlar ne ile karşı karşıya olduklarını tam olarak analiz edemiyorlardı ve psikologların bilişsel güçlükler olarak adlandırdığı deneyimi yaşıyorlardı⁴⁵.

Geleneksel ekonomi modelinde, bireylerin tercihlerinin doğru matematiksel olgular üzerine oturtulduğu ve değişmediği varsayılmaktadır. Oysaki gerçek yaşamda insan bu şartların sağlanmasının mümkün olmadığını ortaya koymaktadır. Rasyonel yatırımcı, problemin değişen çerçevesine ve şartlarına göre çözüm yollarında farklı tepkiler üretmekte ve bu tepkileri sürekli hale getirmektedir. Davranışsal finans irrasyonel yatırımcı davranışları ve tercihlerin yön değiştirmesine ilişkin birçok farklı durumu ortaya koymuş ve örneklendirmiştir. Bununla beraber bu irrasyonel davranışların geçici olmadığı ve süreklilik arz ettiği, bireylerin eğitim, yaş, gibi özelliklerinin etkisi altında kalmadığı toplumun tüm kademelerine yansıdığı saptanmıştır.

Yatırımcıları etkileyen ekonomik olmayan bu faktörler bilişsel ön yargılar, psikolojik, duygusal faktörler gibi gruplara ayrılabilir. Ancak bu başlık altında gruplaştırmadan ziyade maddeleştirme yolu ile inceleme yapılacaktır. Beklenti teorisinin ardından ya da tarihsel olarak onunla aynı zamanla olmakla birlikte beklenti teorisinin ortaya çıkışı ile davranışsal finans bünyesine giren bu kavramlar, psikoloji alanında insan davranışına ilişkin yapılan araştırmalarda elde edilen ve davranışsal finans literatürün de finansal piyasalarda olup biteni açıklamakta sıkça

⁴⁴Barak, s. 105.

⁴⁵William Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2005, s. 305.

kullanılan bilişsel yanlılıklar ve duygulardır. Piyasalarda oluşan birçok anomalinin, irrasyonel yatırımcı davranışlarının, piyasalardaki dengesiz gelişimlerin temel kaynağı bu bilişsel yanlılık ya da önyargılar ve duygulardır.

2.3.1 Kendine Atfetme Yanlılığı ve Aşırı Güven

Kendine atfetme eğilimine göre kişiler kendi hareketlerinin doğrulunun onaylanmasını, kendilerinin sahip olduklarını düşündükleri üstün yeteneklerine atfetmektedirler. Yatırımcı güveni, kamusal bilgi kendi bilgisiyle aynı yönde ise büyür, fakat ters yönde ise eşit şekilde düşmez. Eğer bir yatırımcı bilgiyi yorumlama aşamasında kendi yeteneklerine aşırı güven duyuyorsa ve başkalarının fark etmediğini fark ettiğine inanıyorsa, tahminlerinde oluşabilecek hataları yetersiz değerlendirecektir. Sahip olduğunu düşündüğü kişisel inancından dolayı, sahip olduğu bilgi hakkında aşırı güvenli olma eğiliminde olacaktır. Fakat esasta kamuya ait bu bilgi için böyle bir durum söz konusu olmayacaktır. Bu ise insanların kendilerine aşırı derecede güvendiklerini, hata durumunda ise dış faktörleri başarısızlık için suçladığını göstermektedir.

Psikolojik bulgular aşırı güvenin, insanların bilgilerini aşırı tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol etme yeteneklerini abartmalarına neden olduğunu göstermektedir. Kendini kandıran insan ortalamanın daha akıllı, daha iyi, daha yetenekli olduğunu düşünmektedir. Örneğin sürücüler arasında yapılan bir araştırmada, sürücülerin %80'i kendi sürüş yeteneklerini ortalamanın üzerinde bulunduğunu öne sürmektedir. Benzer şekilde aktif yatırımcılar arasında yapılan bir araştırmada yatırımcıların yarısından fazlası ortalamanın üzerinde yetenekleri olduğunu söylemişlerdir. Oysaki sürücülerin olduğu gibi yatırımcıların da hepsinin ya da çoğunluğunun ortalamanın üzerinde olma şansı yoktur.

Aşırı güveni arttıran nedenler:

a. Yükleme Önyargısı

İnsanlar davranışları ya da yatırımları sonrasında, oluşan iyi sonuçları kendilerine yükleme, kötü sonuçları ise dışsal koşullara bağlama eğiliminde olmaktadır. İnsanların başarıları kişisel becerilerine başarısızlıkları ise kötü şansa ya da diğer bireylerin aksiyonları ile gerekçelendirme eğilimi “yükleme önyargısı” olarak tanımlanmaktadır⁴⁶.

b. Bilgi Yanılsaması

İnsanların daha fazla bilgiye sahip olma ile tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanma eğilimi bilgi yanılsamasıdır. Herhangi bir konuda daha fazla bilgi edinme bireyin bilgisini arttırmak ve daha iyi kararlar vermesini sağlamakla birlikte, bu kural her zaman geçerli değildir. İnsanlarda herkes tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğunu abartma eğilimi vardır. Bu nedenle, yatırımcılar herkes tarafından bilinen, kamuya açıklanan bilgileri önemsemezken, şirketler hakkında piyasada dolaşan “tüyolara” dikkat kesilirler. Doğruluğundan emin olmasalar bile insanlar ellerindeki bilginin işlem yapmak için yeterli olduğunu düşünmektedirler. İnsanlar kendi fikirleri ile çelişen kanıtları araştırmakta isteksizdirler. Böyle bir kanıt ile karşılaştıklarında buna şüphe ile yaklaşırlar, özgüvenlerini sarsacak bilgileri görmezden gelme veya en azından daha az önem verme eğilimindedirler. Aynı nedenlerle insanlar önceki kararlarını destekleyen bilgileri olduğundan fazla öne çıkarırken, aksi bilgileri süzme eğilimindedirler.

⁴⁶Dale T. Miller ve Michael Ross, “Self- serving Bias in Attribution of Casualty: Fact or Fiction?”, **Psychological Bulltein**, Cilt: 82, Sayı: 2, 1975, ss. 213-225.

c. Kontrol Yanılsaması

İnsanlar gerçekte olmamasına rağmen, sonuçları kontrol edebileceğine inandığı an daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Becerilere dayalı gelişen başarılar kontrol edilebilir iken, tesadüfi ya da şansa dayalı gerçekleşen başarılar kontrol edilemezdir. Bununla birlikte insanların şansı beceriden ayırt etmede başarılı olmadıkları görülmektedir. Bunun sonucunda da kontrol yanılsaması ortaya çıkmaktadır.

2.3.2 Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımızda hissettiğimiz acıdır. İnsanlar zarar etmeye ya da başarısızlıklarını kabul etmeye pek alışık değildir. Örneğin en mantıksız yatırım davranışı herkesin tanık olduğu üzere, kazananları satmaya ikna etmenin, kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olmasıdır. Buna davranışsal finasta pişmanlıktan kaçınmak denmektedir. Yapılan araştırmalar yatırımcıların zarar ederken ellerindeki hisse senetlerini satmakta isteksiz olduğunu göstermektedir. Shefrin ve Statman bu etkiyi mizaç etkisi olarak adlandırmaktadır⁴⁷.

Yatırımcılar, yatırımlarına ilişkin verdikleri kararlardan gurur duymak ya da pişmanlık duymamak için kazandıran hisse senetlerini satarken, kaybettiren hisse senetlerini portföylerin de tutmaktadır. Nakit ihtiyacının oluşması durumunda bu ihtiyacını gidermek isteyen bir yatırımcı genel olarak kazandıran hisse senetlerini satmakta, bununla birlikte vergi yükü oluşturmakta fakat pişmanlıktan kaçınmaktadır. Birçok yatırımcının zarar eden hisse senetlerinde yeni alım yapmak için kazanan hisse senetlerini sattığı da bilinen bir gerçektir. Yatırımcıların bu davranışı Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisiyle uyum göstermektedir. Değer

⁴⁷Hersh Shefrin ve Meir Statman, "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", **The Journal of Finance**, Cilt: 40, Sayı: 3, 1985, ss. 780-781.

fonksiyonunda olduğu gibi referans noktasında kayıplara karşı aynı miktardaki kazançlardan duyduğu daha az acı tespiti ile örtüşmektedir.

Kaybettiren hisse senedini uzun süre elde tutmanın temel sebebini pişmanlıktan kaçınma, başarısızlığı kabullenmeme duygusu oluşturmaktadır. Gross'a göre, "çoğu müşteriler ya da yatırımcılar, herhangi bir şeyi kayıpla satmayacaktır. Yatırımcılar belirli bir yatırımdan para kazanma ümidinden vazgeçmek istemezler ya da satmadan önce elde etmek isterler. Telafi etme hastalığı muhtemelen portföy yatırımlarına en fazla tahribatı vermektedir.⁴⁸" Telafi etme eğilimi hem uzman hem de uzman olmayan yatırımcılarda görülmekte ve bu durum yatırımlarına zarar vermektedir. Zarar eden hisse senetlerini satmanın yanında, yatırım yapılması düşünülen bir hisse senedinin de fiyatının yükselmesi yatırımcılara acı vermektedir. Asıl itibariyle birçok yatırımcı borsada bulunan birçok hisse senedini incelemekte ve sonrasında incelediği şirketler arasında kaybedenleri değil kazananları hatırlayarak pişman olmakta, acı çekmektedir.

2.3.3 Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme

Daniel Ellsberg, 1961 yılında yayınladığı bir araştırma yazısında "belirsizlikten kaçınma" olarak adlandırdığı bir olguyu tanımlamıştı. Belirsizlikten kaçınma, insanların bilinmeyen olasılıklardan çok, bilinen olasılıklara dayalı riskler almayı tercih ettikleri anlamına gelmektedir. Bir başka ifadeyle, bilgi önemlidir. Örneğin Ellsberg çeşitli gruplardan, her birinin içinde 100'er top bulunan iki ayrı kavanozdan kırmızı ya da siyah birer top çekme olasılığı üzerine bahse girmelerini istemiştir. Birinci kavanozda iki renkten de 50'şer top varken, ikinci kavanozdaki dağılım bilinmemektedir. Farklı bir dağılım için bir temel bulunmamasına karşın, deneklerin büyük çoğunluğu ikinci kavanozdan top çekmeyi ve bahse girmeyi tercih etmiştir⁴⁹.

⁴⁸ Henry Shefrin, **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and The Psychology of Investing**, Harward Business School Press, USA, 2000, s. 78.

⁴⁹Bernstein, s. 315.

Tversky ve Craig Fox, belirsizlikten kaçınmayı daha derin araştırmışlar ve konunun Ellsberg'in öne sürdüğünden daha karmaşık olduğunu görmüşlerdi. İnsanların belirsiz olasılıklar yerine açık olasılıkları tercih etmesinin her durumda mı, yoksa yalnızca şans oyunlarında mı ortaya çıktığını anlayabilmek için bir dizi deney tasarlamışlardı. Yanıt oldukça kesin ve açıktı: İnsanlar, kendilerini özellikle yetkin veya bilgili hissettikleri durumlarda belirsiz kanaatler üzerinde bahse giriyor, aksi durumlarda da işi şansa bırakıyordu⁵⁰.

Belirsizlikten kaçınmanın farklı bir ögesi de aşına olanı tercih etmedir. İnsanlar belirsizlikten kaçınırken aşına oldukları şeyleri tercih etmektedirler. İki alternatif arasında seçim yapmaları gerektiğinde daha aşına oldukları alternatifi seçmektedirler. Çünkü aşinalık algılanan riski gerçek riske kıyasla daha düşük göstermekte ve bunun sonucunda da yatırımcı yeterli düzeyde çeşitlendirmeye gidememektedir.

2.3.4 Dayanak Noktası Belirleme

Kahneman insanların tahmin yaparken kendilerince belirledikleri bir başlangıç noktasını dayanak aldıklarını ve tahminlerini de buna göre yaptıklarını ifade etmektedir⁵¹. Dayanak noktası belirlenirken genellikle geçmiş gözlemlerden ve tecrübelerden faydalanılmaktadır. Birçok durumda insanlar başlangıç bir değerden yola çıkarak ve onun üzerinden düzeltme yaparak esas cevabını şekillendirmektedir. Başlangıç değeri ya da belirli bir başlama noktası problemin formülasyonunu şekillendirmekte ya da kısmi hesaplara dayanmaktadır. Ancak her iki durumda da yapılan düzeltmeler eksik ve yetersiz olmaktadır.

Örneğin, Gruen ve Gizyoki, ülkelerin para birimleri arasında faiz oranı ve risk primi ile açıklanamayan değer farklılıklarının, bazı yatırımcıların ülkeler arasındaki faiz oranı değişimlerine geç cevap vermesinden, bunun da önceki oranları dayanak

⁵⁰Bernstein, s. 316.

⁵¹Daniel Kahneman, "Mapping Bounded Rationility", **The American Psychologist Association**, Cilt: 58, Say: 6, 2003, s. 470.

noktası olarak alıp bu referans noktalarına bağımlı kalmalarından kaynaklandığı sonucuna varmışlardır⁵². Dayanak alma hisse senedi yatırımcısı açısından da farklı gelişmemektedir. Bir hisse senedinin satışı öncesinde herhangi bir bilgi kaynağından bir fiyat seviyesi alındığında yatırımcı bu seviyeye odaklanmaktadır. Ekonomideki koşullar ve şirketteki ekonomik performanslar değişse bile satış için daha önce dayanak alınan fiyat seviyesi aranmaktadır.

2.3.5 İnançta Israr Etme ve Muhafazakarlık

İnsan doğası gereği doğru tahminler yapma isteği içindedir ve bireyler tahminlerinin doğru çıkacağını destekleyen bilgileri arama eğilimindedir. İnsanlar genellikle güçlü hipotezler ürettikten sonra, hipotezlerini destekleyen bilgiye daha fazla ilgi göstermekte ya da hipotezlerini desteklemeyen bilgiye daha az ilgi göstermektedir. Hisse senedi yatırımcıları kazanç beklentisi ile satın aldıkları bir hisse senedine ilişkin olarak, ortaya çıkan haber ya da finansal gelişmelere yükselişi destekleyecek durumdaki veriler için daha fazla önem vermektedir. Yatırım yaptığı hisse senetleri piyasasında yükseliş beklentisi içinde olan bir yatırımcı, geçmişte, yükselen dünya endekslerine önem verirken, bu endekslerin düşmeye başlaması ile birlikte, dünya endekslerinin yatırım yaptığı ülkenin endeksinden bağımsız olduğu fikrine ulaşabilmektedir. Başka bir noktada piyasada yer alan bir bilgiyi değerlendirme dışına alabilmekte, teknik analiz araçlarından kendi fikrini destekler yönde sinyal üreten göstergelere daha fazla önem verebilmektedir. Bu durum objektif bakış açısının değiştirilmesine, yatırımlarında kayıplar çok büyüdüğü takdirde ise gerçekle yüzleşerek önemli zarar ve acılara maruz kalınmasına neden olabilmektedir.

⁵² James Montier, **Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets**, John Wiley & Sons Ltd., London, 2002, s. 12.

2.3.6 Bilişsel Kısayollar

İnsan psikolojisi üzerine yapılan araştırmalar beynin, mevcut bilgiyi kısayollar kullanarak analiz ettiğini ve karmaşık analiz sürecini, kısalttığını ortaya koymaktadır. Sezgisel hesap yöntemi olarak da adlandırılan kısayollar, büyük bir bilgi bütünü içinde, analiz süresini kısaltan bununla beraber sizi doğru sonuç yerine yakın sonuca eriştiren bir yöntemler bütünüdür. Yatırımcılarda benzer şekilde yatırım kararlarını verirken, finansal piyasalardaki bilgileri kısa yollar ile değerlendirmekte. Daha önceki tecrübelerinden gelen sonuçları analiz sürecine sokarak, yanlış kararlar verebilmektedir. Aronson'a göre insanlar genel olarak dört durumda kısayollar kullanma ihtiyacı hissetmektedir⁵³:

1. İnsanlar aşırı bilgi yüklü olduğu zamanlarda, bilgi işleme kapasitesi düşmekte, kısayollar ile çözüme ulaşmaya çalışılmaktadır.

2. Şans ile ilişkilendirilen olaylar ya da durumlar ile ilgili olarak zihinsel süreçlerin uzatılması istenmemektedir.

3. Bir probleme ilişkin çözüm süresinin kısıtlı olduğu hallerde kısayollar ortaya çıkmaktadır.

4. Karar verme aşamasında bilginin miktarı kısayol kullanımının ortaya çıkışını etkilemektedir. Bilginin az olması durumunda da kısayollar kullanılmaktadır.

İnsanlar bir olayın gerçekleşme ihtimali üzerine karar verirken, konuya ilişkin geçmiş tecrübelerinden yararlanır. Hafızanın öne çıktığı ve analiz sürecini etkilediği bu durumlarda, olaya ilişkin hafızada bilginin yer alması durumunda, bu olayın gerçekleşme ihtimaline daha fazla ağırlık verilmekte, hafızasında bilgiye ulaşamamışsa daha düşük ağırlık vermektedir. Tversky ve Kahneman bu durumu "mevcudiyet kısayolu" olarak adlandırmaktadır⁵⁴. Psikologlar yargı sürecinde insanların dikkat çeken, çabuk hatırlanabilir bilgiye aşırı ağırlık verdiğini ortaya koymuşlardır. Eğer bir şey akla çabuk geliyorsa, insanlar onun çok yaygın olduğunu

⁵³Elliot Aronson, **The Social Animal**, W.H. Freeman Company, New York, 1992, s. 137.

⁵⁴Montier, s. 3.

düşünmektedir. Zira çok sık gelişen olayların kavranması ve hafızada depo edilmesi daha kolay olmakta ve çoğu zaman en uygun ipucu olarak gözükmektedir. Tversky ve Kahneman'a göre olayların hatırlanabilirliği çarpıtılmış algılara yol açmaktadır.

Yatırımcıların iyi hisse senetleri kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın, büyük hisse senetlerini tercih etmesi “temsiliyet kısayolu” olarak adlandırılmaktadır.

Yatırım yanılısamalarının en tehlikelilerinden biri büyük şirket/büyük hisse yanılısidir. Yatırım kararlarında kullanılan bu kısayol özellikle kayıp ya da kazanç dönemlerinde ve hisse senetleri piyasasındaki trend dönemlerinde yapılan yanlışlardan bir tanesidir⁵⁵. Temsiliyet kısayolu, yatırımcıların iyi hisse senetleri kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle getiri potansiyeline bakılmaksızın, bu hisseleri tercih etmesi fikrine dayanmaktadır. Favori olmayan hisseler kötü şirketler ile ilişkilendirilmekte ve çoğu zaman toplam getiri fırsatlarını analiz etmeksizin, yatırım yapılması düşünülmemektedir. Temsiliyet önyargısının yatırımcıları piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmaktan alıkoyduğu ve dolayısıyla kayıplara neden olduğu öne sürülmektedir⁵⁶.

Temsiliyet kısayoluna ilişkin araştırmalar insanların küçük örnek gruplarından yola çıkarak genelleme içine girdiklerini ve bu genellemenin yanlış yargı ve sonuçlara sebep olduğunu ortaya koymaktadır. Örnekleri genellemenin neden olduğu önyargılı yanlış kararlardan bir tanesi, temel olasılığın ihmalinden kaynaklanmaktadır. Temel oran bilgisinin düşük kullanımı ya da reddetme eğilimi ve onun yerine yargılanan durumun ayırt edici özelliklerinden etkilenme eğilimi “temel oran yanılığı” olarak tanımlanmaktadır.

İnsanların belirsizlik altında karar verme sürecinde kısayollar kullandığından bahsetmiştik. Benzer şekilde yatırım fonları satın alınırken de temsiliyet kısayolu kullanılmaktadır. Temsiliyet kısayolu kullanarak insanlar, küçük bir örneklemin tüm popülasyonun tamamen temsili olduğuna inanmaktadırlar. Yatırımcılarda fonların en

⁵⁵Bernstein, s. 242.

⁵⁶John Nofsinger, **Investment Madness: How Pshyology Affecttes Your Investing and What to Do About It**, Financial Times Prentice Hall, USA, 2004, s. 114.

son performansının onların gelecekteki görünümünün tamamen temsili olduğuna inanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar büyük ölçüde fonların geçmiş performansını izlemektedir. Yatırım fonu sıralamaları ve fon yöneticilerine ilişkin başarı öyküleri temsiliyet kısayoluna destek vermektedir.

2.3.7 Sonradan Anlama Yanılsaması

İnsanların daha önceden anlatılmamasına karşın, gerçekleşen bir olaya ilişkin olarak, hatalı bir şekilde daha önceden sonucu bildiklerini söyleme önyargısıdır. Bu önyargı birçok insanın günlük hayatta böyle olacağını biliyordum, sonucun böyle olacağı belliydi, gibi söylemleri ile örtüşmektedir. Sunulan bir problemle ilgili olarak, problemin çeşitli noktalarını aydınlatıcı ek bilgiyi onaylamak, bilmesede bilmediğini göstermemek de bu önyargıya örnek olarak verilebilir.

Sonradan anlama önyargısı Kahneman ve Riepe'e göre yatırımcı pişmanlığının önemli bir unsurudur. Bu önyargı insanlarda problemlerin ya da hayattaki sorunların var olandan daha tahmin edilebilir olduğu yanılsamasını arttırarak, aşırı güven duygusunu arttırma eğilimindedir⁵⁷. Hisse senedi piyasaları yorumcularının düştüğü en büyük hatalardan bir tanesi olarak sonradan anlama önyargısı, piyasalardaki değişimlerin gerçekleşmesinden sonra yapılan yorumlarda kendini göstermektedir. Finans uzmanları gerçekleşen değişimin ardından bu önyargı içinde kendilerine aşırı güven duygusunu katmakta, gelecek döneme ilişkin olarak azalan bir şekilde araştırmacı olmakta, bunun yerine kendini yücelten doğruların arayıcısı olmaktadır.

2.3.8 Optimizm Yanılsaması

Optimizm yanılsaması insanların karşılaştıkları olaylar ve gelişmelere ilişkin olarak değerlendirmelerinde iyimser yaklaşım içinde olmalarıdır. Analiz süreci

⁵⁷ Daniel Kahneman ve Mark W. Riepe, "Aspect of Investor Psychology", **The Journal of Portfolio Management**, Sayı: 3, 1998, ss. 52-60.

irrasyonel düşüncelerden arındırılması gereken ve rasyonel bakış açısı ile sürdürülmesi gereken bir süreçtir. Daha öncede açıkladığımız gibi aşırı güven finansal piyasalarda gerek yatırımcı gerekse finans uzmanlarında görülen oldukça önemli bir hatadır. Optimizm ve aşırı güvenin birleşmesi ise özellikle finans uzmanlarının, yatırımcıları hatalı ya da abartılı yönlendirmelerine neden olmaktadır.

Optimizm finansal piyasalarda özellikle kazanç tahminleri ile analistlerin menkul kıymet tavsiyelerinde kendini göstermektedir. Deneysel bulgular analistlerin kazanç tahminlerinin ortalamada optimistik olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun nedenlerine ilişkin çeşitli irrasyonel davranış açıklamaları getirilmektedir⁵⁸:

Bir şirket için optimistik bir kazanç tahmini, yatırımcıları şirket hisselerini alma yönünde teşvik edecek ve bu da toplam aracı kurum komisyonlarını arttıracaktır. Diğer yandan, kötümser bir tahmin daha az işlem yapma ile sonuçlanacağından aracı kurum komisyonlarını da düşürecektir ve bu durum analistlerin optimistik yaklaşmasına neden olmaktadır.

Optimizm analistlerin izledikleri firmaların yönetimleri ile iyi ilişkiler kurma ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Analistler izledikleri şirketlere ilişkin doğru ve zamanlı bilgi için şirket yönetimine bağımlı olmakta ve şirketler kendi hisselerine ilişkin negatif araştırma sunan analistlerin bilgi alma isteğini reddetmeden, şirketin konferans ve toplantılarına çağırılmama ya da fiziki olarak zarar vermeye kadar gidebilmektedir. Bu durum analistlerin şirketlere ilişkin olarak ya abartılı yaklaşım içerisine girmelerine ya da en iyimser tahminlerde bulunmalarına sebep olmaktadır.

Analistler şirketlerle iyi ilişkiler içinde olabilme, enformasyon kaybetme korkusu ile optimist yaklaşım içine girebilmektedir. Gelecekleri enformasyonel çevreye ve bilgiye dayanan analistler bu endişe ile hareket etmektedir. Bilgiyi abartma kar ve büyüme beklentilerini artırma eğilimindedirler.

⁵⁸Reza Espahbodi ve The others, "Further Evidence on Optimism in Analysts: Forecasts", **The Review of Financial Economics**, Sayı: 10, 2000, s. 2.

2.3.9 Renklerin Etkisi

Yaşamın tüm detaylarında olduğu gibi renkler finansal piyasalarda da yer almaktadır. Renklerin insan davranışını ve psikolojisini önemli ölçüde etkilediği bugün kesinleşmiştir. Kanada'da bir okulda yapılan deneyde, odaların renk ve ışık düzenlerinin değiştirilmesi ile bazı öğrencilerin zeka düzeylerinin ve disiplin sorunlarının olumlu biçimde etkilendiği tespit edilmiştir. Yapılan deneylerde, pembe renge bakan kişilerin rahatladıkları, kırmızı, turuncu ve sarı gibi sıcak renklere bakanlarda tansiyonun yükseldiği, nabzın ve solunumun hızlandığı, terlemenin çoğaldığı, mavi rengin ise tam tersi etki yarattığı belirlenmiştir.

Hisse senetleri piyasasında insanların değer kaybeden hisse senetleri için tercih ettikleri renk kırmızı iken, yükselen hisse senetleri için tercih ettikleri renk yeşil ya da mavidir. Kırmızı, sıcak, ateş, kan, aşk, samimiyet, güç, heyecan ve agresiflik gibi kavramları simgeler. Kan basıncını ve solunumu hızlandırabilir. İnsanları çabuk karar almaya ve beklentileri arttırmaya teşvik edici bir etkisi vardır. Hisse senetleri piyasasına bakıldığında ise kırmızı, artan tansiyon ve nabızla birlikte, uzun süre analiz edilerek satın alınmış hisse senetlerinin çok kısa vadeli düşüşlerinde dahi satılmasına neden olabilmektedir. Renkler gerek borsa ile ilgili internet sitelerinde gerekse veri yayın programlarında öne çıkmaktadır. Kuşkusuz düşüşün nitelendirildiği kırmızı rengin yerini yeşil ya da mavi rengin alması birçok kısa vadeli hatayı ortadan kaldırabilir. Mavi, sinir sistemini rahatlatır ve kırmızının aksine zihni rahatlatan bir etkisi vardır.

2.3.10 Zihinsel Muhasebe

Şirketlerin nakit akışını izlediği tasnif ettiği, sınıflandırma yaptıkları bir muhasebe sistemleri olduğu gibi, insanların zihinsel bir muhasebe sistemi vardır. İnsanlar her bir kararını ve sonucunu ayrı bir zihinsel hesapta izlemektedir. Her

hesap alınan bir kararın maliyetini ve faydasını içerir⁵⁹. İnsanlar yaşamlarını zihinsel hesaplar ile yönetme eğilimindedir.

Örneğin yeni bir ev satın almak için para biriktiren bir kişinin araba almayı düşündüğünü varsayalım. Bu kişinin biriktirdiği paranın faiz getirisi, araba için alacağı kredinin faiz giderinden düşük olmasına karşın kişi ev için biriktirdiği parayı araba için harcamayı istemeyecektir. Gerçek hayatta birçok kişi için geçerli olan bu durum kişinin ev ve araba ihtiyacına ilişkin olarak ayrı zihinsel hesaplar kullanmasına dayanmaktadır.

Zihinsel muhasebe kavramını Richard Thaler ilk kez ortaya çıkarmasına karşın gelişiminde bir çok deney Kahneman ve Tversky tarafından yapılmıştır. Kahneman ve Tversky'nin verdikleri örneklerden biriside şu şekildedir. 40 \$ ile satın aldığımız bir biletle Broadway'de bir temsil izlemek üzere yola çıktığımızı varsayın. Tiyatroya ulaştığımızda biletinizi kaybettiğinizi fark ediyorsunuz, yeni bir bilet almak için 40 \$ daha verir miydiniz? Şimdide bileti tiyatroya gittiğinizde gişeden almayı planladığımızı düşünelim. Gişeye geldiğinizde evden ayrılmadan önce cebinizde bulunduğundan emin olduğunuz paradan 40 \$'ın eksik olduğunu görüyorsunuz, bileti alır mıydınız? İster bileti kaybetmiş olun isterse 40 \$ kaybetmiş olun, temsili izlemeye karar vermeniz durumunda her iki durum içinde kaybınız 80 \$ olacaktır. Tiyatrodan ayrılıp eve döndüğünüzde ise kaybınız 40 \$ olacaktır. Kahneman ve Tversky, çoğu insanın kaybedilen biletin yerine yenisini almak için gönüllü olmadığını ancak cebindeki paradan 40 \$ kaybettiğinde, bir 40 \$ daha ödemeyi kabullenmeye tamamen istekli olduğunu tespit etmişlerdir⁶⁰. Bu durum kaybedilen tiyatro biletinin zihinsel olarak muhasebeleştirilmiş olmasına, kaybedilen 40\$'ın ise herhangi bir zihinsel muhasebe kalemine işlenmemiş olmasına dayanmaktadır. Geleneksel finans teorilerine göre insanlar fayda maliyet analizi yaparlar ve bunu yaparken geleceği düşünürler. Geçmişteki maliyetler ile ilgilenmezler. Ancak her ne

⁵⁹Nofsinger, s. 43.

⁶⁰Kahneman ve Tversky, ss. 342-347.

kadar rasyonel olmasa da insanlar karar alırken tarihi ve geri dönülemez maliyetleri de göz önüne alırlar. Bu davranış “batık maliyet etkisi” olarak tanımlanmaktadır⁶¹.

Zihinsel muhasebe finansal işlemler bağlamında mali sonuçları kodlama ve değerlendirmede bireylerin kullandığı yöntemler olarak tanımlanmaktadır. Mehra ve Prosscot hisse senedi primi çelişmesini ve kayıptan kaçınmayı zihinsel muhasebe ile açıklamaktadır. Mehra ve Prosscot’a göre menkul kıymetlerin portföy olarak mı, yoksa hisse senetlerinin herhangi bir zamandaki değerine göre mi gruplandırılacağı ile portföyün ne kadar sıklıkta gözden geçirileceği insanların zihinsel muhasebesine bağlıdır⁶². Kararları dar bir çerçevede ele alan yatırımcı uzun vadeli politikalar izlemekten ziyade kısa vadeli seçimler yapma eğiliminde olacaktır. Geçmiş sonuçları dar bir çerçevede ele alan yatırımcı ise kazançlarını ya da kayıplarını çok sık değerlendirecektir.

Geleneksel portföy kuramında portföye ne kadar çok sayıda hisse senedi eklenir ve sektörlere yayılırsa çeşitlendirmenin de o kadar iyi olacağı öne sürülmektedir. İlk olarak Markowitz ile çeşitlendirmenin hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkiye dayanması gerektiği ve belirli bir hisse senedi sayısından sonra portföye dahil edilen hisse senetlerinin portföyün riskinin düşmesinde faydası olmayacağı ortaya konulmuştur. Modern portföy kuramının en önemli iki parametresi beklenen getiri ile risk düzeyidir. Burada risk, getirinin beklenen getiriden sapması olarak ölçülmektedir. Üçüncü önemli parametre ise, her bir yatırımın getirileri arasındaki korelasyondur. Zihinsel muhasebe bu üçüncü özelliğin uygulanmasını engellemektedir⁶³.

Markowitz’in portföy kuramı, portföy riskinin nasıl düşürülebileceği ve etkin bir çeşitlendirmenin nasıl olması gerektiğini göstermektedir. Portföyü oluşturmada ve riski azaltmada en önemli araç olan yatırımcılar arasındaki korelasyondan yatırımcıların faydalanması zihinsel muhasebe nedeniyle güçleşmektedir. Riski

⁶¹Nofsinger, s. 83.

⁶²Rojnish Mehra ve Elvis Prescott, “The Equity Premium: A Puzzle”, **The Journal of Monetary Economics**, Cilt: 15, ss. 145-161.

⁶³Nofsinger, s. 84.

düşürecek portföy oluşturma farklı yatırımlar arasındaki etkileşime yani korelasyona bakmayı gerektirmektedir. Buna karşıt olarak yatırımcılar ise, her bir yatırımı ayrı ayrı ele alma ve ayrı bir zihinsel hesap açma ve zihinsel hesaplar arasındaki etkileşimi ihmal etme eğiliminde olmaktadır. Her yeni menkul kıymet satın alma kararında yeni bir zihinsel hesap açılmakta ve zihinsel hesaplar arasında etkileşimin olmaması da riskin yanlış kavranmasına yol açarak çok fazla risk alınmasına sebep olmaktadır. Önemli olan yatırımcıların elindeki menkul kıymetlerin her birinin beklenen getiri ve riski değil, portföyünün beklenen getiri ve riski olmaktadır. Yani, yatırımcıların elindeki menkul kıymetlerin korelasyonu önem taşımaktadır. Bu anlamda da güvenliği ön planda tutan, düşük riski tercih eden bir yatırımcının düşük riskli tahvil portföyüne daha riskli hisse senetleri eklenerek toplam risk azaltılabilmektedir. Zihinsel muhasebe ile diğer psikolojik önyargıların birleşimi, riskin yanlış kavranmasına ve sonucunun da portföy yatırımlarının en önemli ilkesinin yerine getirilemeyerek, düşük çeşitlenmeye yol açmaktadır. Sonuçta özellikle bireysel yatırımcılar yüksek risklere, düşük getirilere ve hatta kayıplara maruz kalmaktadır⁶⁴.

Sonuç olarak zihinsel muhasebe yatırımcıların farklı işlemlerini farklı hesaplar altında muhasebeleştirilmesi nedeniyle portföy anlayışının zayıflamasına, yatırımcıların zamanlama ve çeşitlendirme gibi hususlarda yanlış kararlar almasına yol açmaktadır. Gerek günlük hayatta gerekse finansal piyasalarda yatırımcı davranışlarında rasyonaliteden uzaklaşmaya sebep olan zihinsel muhasebe birçok konuda ya zararlar vermekte ya da verimlilikten uzaklaşılmasına neden olmaktadır.

⁶⁴Nofsinger, s. 85.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1 ARAŞTIRMANIN KONUSU VE AMACI

Yatırımcılar yatırım kararları alırken pek çok faktörden etkilenirler. Yatırımın niteliği ve niceliğinin yanında yatırımcıların davranışları ve psikolojisi bu faktörlerden en önemlisidir. Benzer verilere sahip birçok yatırımcının farklı kararlar veriyor olmasının temelinde de bu durum yer almaktadır.

Bu çalışmanın amacı, yatırımcı profili ve davranışı yanında yatırımcı psikolojisinin ve bu anlamda yatırımcıların göstermiş olduğu ortak eğilimlerin belirlenmesine yöneliktir.

3.2 ARAŞTIRMANIN METODU

Araştırmamıza dair incelemeler için gerekli verileri elde etmek amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. (Ek 1) Anket soruları, Serpil Döm'ün Yatırımcı psikolojisi kitabındaki anket çalışmasından alınmıştır. Anket çalışması 12 Nisan-28 Mayıs 2012 tarihleri arasında İzmir'de özel bir bankanın özel bankacılık şubesinde İMKB'de hisse senedi alım satımı yapan 400 adet bireysel yatırımcılara uygulanmış ve bunlar içinden 131 bireysel yatırımcıya ulaşılmıştır. Çalışmada tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmış ve veriler istatistik paket programları ile değerlendirilmiştir.

3.3 LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde yapılan araştırmaya benzer (bireysel yatırımcıların yatırımcı davranışlarını inceleyen önceki yıllarda yapılmış) araştırmalar ile ilgili olarak literatür taraması bulunmaktadır.

Tablo 1: Literatür Taraması ve Bulguları

1991	İMKB Yayını	Dünya İktisadi Araştırmalar A.Ş	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Profil ve Davranış Araştırması	Yatırımcıların menkul kıymetler arasındaki seçimleri, yatırımlarına ilişkin gözlem ve araştırmalarıyla ilgili çeşitli bilgiler saptanmıştır
1995	Marmara Üniversitesi/B.S.E	Özlem Kuşcuoğlu	Yatırımcının Risk Psikolojisi	Risk tercihlerine dayalı olarak yatırımcı davranışları tespit edilmiştir.
1998	Balıkesir Üniversitesi	Melih Diril	Körfez yöresinde yatırımcı profili ve davranışları konulu araştırma	Yatırımcıların menkul kıymet tercihleri ve profilleri üzerine tespitlerde bulunulmuştur.
2002	John Wiley&Sons Lrd.	Montier James	Behavioural Finance	Davranışsal finans incelenmiş ve insanların yatırımlarını yaparken psikolojik faktörlerden etkilendiğini ortaya koymuştur.
2003	Değişim Yayınları	Serpil Döm	Yatırımcı Psikolojisi	Cinsiyete dayalı yatırım tercihlerinin değişimi ve yatırımcı davranışları tespit edilmeye çalışılmıştır.
2005	DEU/Muhasebe ve Finansman Dergisi	Berna Taner/Cenk Akkaya	Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı	Davranışsal finans hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizin bir rakibi olarak değil b teknikleri tamamlayıcı bir yaklaşım olarak değerlendirilme gerektiğini ortaya koymuştur.
2006	www.finansbilim.com	Serpil Canbaş/Y. Serkan Kandır	Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerine Etkisi	Yatırımcı duyarlılığını dikkate alan bir yatırım stratejisinin hisse senedi yatırımlarında daha başarılı olduğunu ortaya koymuştur.
2007	http://www.nber.org	Barberies Nicholas/Thaler Richard	A Survey Behavioral Finance	Davranışsal finans etkileriyle beraber incelenmiştir.
2007	İktisat, İşletme ve Finans Dergisi	T. Korkmaz/E.İ. Çelik	Davranışsal Finans Modellerinden Aşırı Güven Hipotezinin Geçerliliği:İMKB'de Bir Uygulama	Kendine aşırı güvenen yatırımcıların Pazar kazancından sonra daha fazla işlem yaptıklarına ve pazarda daha aktif oldukları görülmüştür.

3.4 ARAŞTIRMADA KULLANILAN HİPOTEZLER

Araştırmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bireysel yatırımcılarının davranışları ve psikolojik yöntemleri belirlenmeye çalışılacaktır.

Birbiriyle ilişkili değişkenler yanında, cinsiyet açısından psikolojik eğilimler ile yatırım davranışları arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılacaktır. Araştırma sonuçlarının değerlendirilmesinde, yapılan anket çalışmasının niteliği nedeniyle Ki kare(X^2) test yönteminden yararlanılmaktadır.

Araştırma kapsamında kullanılan hipotezler (Döm, 2003: 240):

H₁= Hisse senedi piyasasını takip etme ile elde bulundurulan hisse senedi sayısı arasında ilişki vardır.

H₂= Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasındaki ilişki vardır.

H₃= Kazanılan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme arasında ilişki vardır.

H₄= “ Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşü ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü arasında ilişki vardır.

H₅= Gazetelerde her gün açıklanan en çok kazandıranlar ve en çok kaybettirenleri hisse senedi alım-satımında göz önünde bulundurma eğilimi ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü arasında ilişki vardır.

H₆= “Borsanın aşağı-yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır” görüşü ile “Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski düzeyine döner” görüşü ilişkilidir.

H₇= Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedini elde tutma süresi arasında ilişki vardır.

H₈= Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi piyasasını izleme yoğunluğu arasında ilişki vardır.

H₉= Bölgesel şirketlere yatırım yapma eğilimi ile yatırım yapılan hisse senedi ihraç eden firmada çalışma arasında ilişki vardır.

H₁₀= Krizlere ilişkin görüş ile kriz döneminde portföyde bulundurulan hisse oranı ilişkilidir.

Cinsiyete göre araştırmada kullanılan hipotezler:

H₁₁= Hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₂= Hisse senedi piyasalarını izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₃= Aracı kurumlar tarafından yönlendirme düzeyi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₄= Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₅= Hatalı işlem kararında rol oynayan kişi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₆= Yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₇= İMKB endeks oynaklığının nedenlerine ilişkin görüş ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₈= Yatınlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₉= Aşına olma önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₂₀= Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₂₁= Geri görüş önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₂₂= Kriz döneminde portföyde bulundurulan hisse oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₂₃= Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₂₄= Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Eğitime göre araştırmada kullanılan hipotezler:

H₂₅= Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H₂₆= Yatırım araçları tercihi ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H₂₇= Yatırımcıların hisse yatırımını yaparken kendini değerlendirmeleri ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

3.5 ARAŞTIRMA BULGULARI

Araştırmada öncelikle anket sorularına verilen yanıtların mutlak ve nispi dağılımları sunularak değerlendirilmeler yapılacaktır. Daha sonra genel anket sonuçları ve çeşitli gruplamalar altında kurulan hipotezler test edilecektir. Hipotezlerin değerlendirilmesinde verilerin niteliği nedeniyle Ki-kare (X^2) test yönteminden yararlanılarak, yatırımcı davranışları ve eğilimler arasındaki ilişkiler belirlenmeye çalışılacaktır.

3.5.1 Genel Değerlendirme

Anket İMKB’de yatırım yapan bireysel yatırımcıların profilinin, davranışlarının ve tercihlerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Bu başlık altında anket sorularına verilen yanıtların, mutlak ve nispi dağılımları verilerek değerlendirmelerde bulunulacaktır. Katılımcıların tamamının bireysel yatırımcı olduğunu belirtmekte fayda görüyoruz. Anket sorularının ilk üçü yatırımcıların demografik özelliklerine yöneliktir.

Tablo 2: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılım

Cinsiyet	Sayı	Yüzde
Kadın	64	49
Erkek	67	51
Toplam	131	100

Tablo 2’de görüldüğü gibi, ankete cevap verenlerin % 49’u kadın iken, erkek yatırımcıların oranı ise % 51’dir. Daha önce yapılan birçok araştırmada dünya genelinde yatırımcıların büyük bir bölümünü erkekler oluştururken günümüzde kadınlarda erkekler kadar yatırım yapılmaktadır.

Tablo 3: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı

Yaş Grubu	Sayı	Yüzde
25 yaş altı	12	9
26-35 arası	31	24
36-50	38	29
51-64	33	25
65 ve üzeri	17	13
Toplam	131	100

Tablo 3’de yatırımcıların yaş gruplarına göre dağılımı verilmektedir. Yatırımcıların %78 gibi önemli bir bölümü 26-65 yaş grubu oluşturmaktadır.% 13 gibi bir bölümü 65 yaş ve üzeri, %12 gibi bir bölümünde 25 yaş ve altı oluşturmaktadır.

Tablo 4: Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı

Eğitim Düzeyi	Sayı	Yüzde
Ortaokul	4	3
Lise	25	19
Üniversite	74	56
Master/Doktora	28	21
Toplam	131	100

Tablo 4’de ankete katılan yatırımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımı verilmektedir. Görüldüğü gibi, yatırımcıların % 56’sı üniversite mezunu,% 21’i master ve doktora yapmış iken sadece % 19’u lise mezunudur. Ortaokul mezunu oranı ise sadece % 3’ dür.

Tablo 5 : Kaç Yıldan Bu Yana Hisse Senedine Yapıyorsunuz?

Zaman	Sayı	Yüzde
1 yıldan az	19	15
1 yıl-2 yıl	34	26
3 yıl-5 yıl	47	36
5 yıldan fazla	31	24
Toplam	131	100

Tablo 5’de ankete katılan yatırımcıların %78’inin hisse senedinin piyasasına girişi 3-5 yıl ve 5 yıldan üzerindedir. Buradan anlaşılıyor ki, yatırımcıların büyük bir bölümünün hisse senedi piyasasına girişinin eski olduğu anlaşılmaktadır (Tablo 3. 4). Bir yıl içinde piyasaya yeni girişlerin oranı sadece %19’dur.

Tablo 6: Genellikle Portföyünüzde Kaç Şirketin Hisse Senetleri Bulunur?

Şirket	Sayı	Yüzde
1	13	10
2	9	7
3	24	18
4	21	16
5-9 arası	46	35
10-15 arası	18	14
Toplam	131	100

Tablo 6’de yatırımcıların elinde bulundurduğu hisse senedi sayısı dağılımı verilmektedir. Yatırımcıların %41 gibi bir bölümünün elinde bulundurduğu hisse senedi adedi beşin altındadır. Küçük yatırımcı olarak nitelendirdiğimiz bireysel yatırımcıların elindeki hisse senedi sayısı beşi geçen yatırımcı sayısı %59’dur.

Tablo 7: Yatırım yaptığınız senetleri ihraç eden firmada siz ya da bir yakınınız çalıştı mı?

Yakının çalışması	Sayı	Yüzde
Evet	68	52
Hayır	63	48
Toplam	131	100

Tablo 7’de anlaşıldığı gibi yatırımcıların %52’si yakınlarının veya kendilerinin çalıştığı firmalara (Bankalar, büyük şirketler vb.) yatırım yaparken %48’i yakınlarının veya kendilerinin çalışmadığı firmalara yatırım yapmaktadır.

Tablo 8: Bölgenizde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapıyor musunuz?

Bölge Şirketleri	Sayı	Yüzde
Evet	44	34
Hayır	87	66
Toplam	131	100

Tablo 8’de anlaşıldığı gibi yatırımcıların %34’lük kısmı kendi bölgesindeki şirketlere yatırım yaparken, %66’sı kendi bölgelerindeki şirketlere yatırım yapmamaktadırlar. Araştırmanın İzmir bölgede yapıldığı düşünüldüğünde kendi bölgesindeki şirketlere yatırım yapan yatırımcıların birçoğunun aile şirketinden kalma kurucu ortaklık hisseleri olduğu görülmektedir.

Tablo 9: Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerini tercih ediyorsunuz?

Yatırım Araçları ***	Sayı	Yüzde
Hisse senedi	57	44
A tipi yatırım fonu	18	14
B tipi yatırım fonu	21	16
Döviz	34	26
Hazine Bonosu	22	17
Mevduat	3	2
Toplam	131	100

Tablo 9’da görüldüğü gibi, en fazla ve ağırlıklı olarak tercih %44 oran ile hisse senedir. Daha sonra çok tercih edilen yatırım aracı %26 oran ile Döviz olmaktadır. Buradan anlaşılacağı gibi araştırmaya katılan yatırımcılar daha çok riskli yatırımcıları tercih etmektedir.

Tablo 10: Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?

İzleme	Sayı	Yüzde
Evet, çok yakından	30	23
Evet, genellikle	59	45
Bazen	24	18
Ara sıra	12	9
Hiç izlemiyorum	6	5
Toplam	131	100

Tablo 10’den anlaşılacağı gibi yatırımcıların %45’lik kısmı hisse senedi piyasasını genellikle takip ettiğini beyan ederken %23’lük kısmı çok yakından takip ettiğini beyan etmektedir. Bu anlamda, %68’lik bir yatırımcı grubunun piyasaları yakından takip ettiği söylenebilir. Ara sıra takip edenler %9 iken hiç takip etmeyenler %5’dir.

Tablo 11: Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkla gözden geçirirsiniz?

Gözden Geçirme	Sayı	Yüzde
Her gün	28	21
Birkaç günde bir	61	47
Haftada bir	17	13
Ayda bir	6	5
Birkaç ayda bir	9	7
Fikrim yok	5	4
Düzenli olarak	5	4
Toplam	131	100

Tablo 11’de görüldüğü gibi yatırımlarını her gün ve birkaç günde bir gözden geçirdiğini beyan edenlerin oranı %68 gibi yüksek bir orandır. Diğer zaman dilimleri açısından oranlar ise nispi anlamda çok düşüktür.

Tablo 12: Hisse senetleri alımında göz önünde bulundurduğunuz temel faktör nedir?

Temel Faktör***	Sayı	Yüzde
Risk	16	12
Getiri Oranı	72	55
Portföyü Çeşitlendirme ve Riski Azaltma	48	37
Diğer (Artış azalış trendleri ve şirketin mali veri temel analizleri)	2	2
Toplam	131	100

Tablo 12’de görüldüğü gibi hisse senedi alımında göz önünde bulundurulmuş temel faktör sıralamasında yatırımcıların %55’i getiriye ön planda tutarken, riski ve portföyü çeşitlendirerek riski azaltmayı tercih edenlerin oranı ise %12 ve %37’dir. Bu

anlamda risk faktörünü dikkate alanların oranı %49'dur.Yatırımcıların yaklaşık yarıya yakını risk faktörünü dikkate aldığı görülmektedir.

Tablo 13: Yatırımlarınızı yönlendiren temel bilgi kaynaklarınız nelerdir?

Temel Bilgi Kaynakları ***	Sayı	Yüzde
Yatırım yapan diğer arkadaşlar	25	19
Aracı Kurumlar	77	59
Sürekli yayınlar	39	30
Ekonomi ile ilgili televizyon kanalları	33	25
Diğer -Banka araştırma raporları -İnternet analiz raporları	2	2
Toplam	131	100

Tablo 13'de yatırımcıları yönlendiren temel bilgi kaynaklarına ilişkin dağılım verilmektedir. Temel bilgi kaynağı olarak gazete, finans ve ekonomi dergileri ile şirket raporları gibi sürekli yayınlara başvuru oranının (%53,00), aracı kurumlara oranla (%34) daha fazla tercih edildiği gerçeğidir. Ankete yanıt verenlerin %25'i ekonomi ile ilgili televizyon kanallarını takip ederken,%21'i de yatırım yapan arkadaşlarını dikkate aldığı anlaşılmaktadır.

Tablo 14: Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir?

Verilen Yanıtlar***	Sayı	Yüzde
Faiz Oranları	15	11
Döviz Kurları	34	26
Alınan Tüyolar	40	31
Aracı Kurum Yönlendirmeleri	25	19
Temel Analiz	7	11
Teknik Analiz	28	15
Siyasi İstikrar	6	5
Diğer	0	0
Toplam	131	100

Tablo 14’de hisse senedi alım kararı alırken yatırımcıların göz önünde bulundurduğu temel faktörlerin büyüklükleri verilmektedir. Teknik analizin temel analize kıyasla daha fazla tercih edildiği ve yararlanıldığı anlaşılmaktadır. Ayrıca alınan tüyo kararlarında öne çıktığı görülmektedir.

Tablo 15: Hisse senetlerinizi ortalama elde tutma süreniz nedir?

Süre	Sayı	Yüzde
1 haftadan az	5	4
2-4 hafta	9	7
31-60 gün	19	15
61-90 gün	48	37
91-120 gün	32	24
181 günden fazla	18	14
Toplam	131	100

Tablo 15’de görüldüğü gibi bireysel yatırımcıların %11’i hisse senetlerini elde tutma süresi bir ayın altındadır. Buradan da anlaşılacağı gibi uzun vadeli yatırım aracı olan hisse senetleri %89 oran ile bir ayın üstündedir.

Tablo 16: 2001 krizi olduğu tarihte portföyünüzde hisse senetlerinin oranı neydi?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
%25’in altında	37	28
%25-%49	23	18
%50-%74	58	44
%75-%100	13	10
Toplam	131	100

Tablo 16’da görüldüğü gibi ankete yanıt verenlerin %54’ü 2001 mali krizinde portföyün de %50’nin üstünde hisse senedi beyan etmiştir. %46’sıda %%50’nin altında hisse senedi beyan etmiştir.

Tablo 17: Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkla yönlendiriliyorsunuz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Çok Sık	41	31
Genellikle	54	41
Bazen	16	12
Nadiren	10	8
Hiçbir zaman	10	8
Toplam	131	100

Tablo 17’de yatırımcıların aracı kurumların profesyonel yönlendirme hizmetlerinden hangi sıklıkla yararlandığını göstermektedir. Ankete yanıt verenlerin %31’i çok sık,%41’ü genellikle yönlendirildiğini ifade etmiştir. Yani aracı kurumlar tarafından

yoğun olarak yönlendirilen yatırımcı oranı %72'dir.Yatırımcıların %28'i aracı kurumların yönlendirme hizmetlerinden yararlanmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo 18: “Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılıyor musunuz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Kesinlikle Katılıyorum	20	15
Katılıyorum	81	62
Kesinlikle Katılmıyorum	2	2
Katılmıyorum	17	13
Fikrim Yok	11	8
Toplam	131	100

Tablo 18 'de “Kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” diyenlerin nispi oranı %77'dir.Bu anlamda kamuoyunda bilinen şirketlerin aynı zamanda iyi bir yatırımda olacağı genellemesinde olan inancın da yaygın olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 3. 19: Gazetelerde açıklanan en çok kazandıran ve en çok kaybettirenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulunduruyor musunuz?

Süre	Sayı	Yüzde
Çok sık	37	28
Genellikle	58	44
Bazen	20	15
Nadiren	10	8
Hiçbir zaman	6	5
Toplam	131	100

Tablo 19’da gazetelerde açıklanan en çok kazandıranları ve en çok kaybedenleri ne kadar sıklıkla izlediği verilmektedir. Yatırımcıların sadece %5’i izlemezken,%95’i farklı yoğunlukta da olsa bunu izlemektedir.

Tablo 20: A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve C hisselerine yatırım yapmayı düşündüğünüzü, ancak nakdiniz olmadığını varsayalım. Bu durumda C hisselerini alabilmek için bu hisselerden birini satmak durumunda olduğunuzu düşünelim. A hisselerinin %20 getiri sağlarken, B hisseleri%20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
B (%20 kaybettiren)	53	40
A (%20 kazandıran)	78	60
Toplam	131	100

Tablo 20’de yatırımcıların %60 gibi büyük çoğunluğu kazanan hisseyi elden çıkarırken, kaybeden hisseyi elde tutacağını belirtmiştir. Bu sonuç, yatıncılık etkisini desteklemektedir.

Tablo 21: Aşağıdaki durumla karşı karşıyasınız:

Bir ay önce 50 TL ye aldığınız bir hisse senedi bugün 40 TL ye düştü. Bir ay sonra hisse senedi fiyatı yaklaşık olarak 10 TL artıp 50 veya 10 TL azalıp 30 da olabilir. İki ihtimal de muhtemeldir. Olasılık yarı yarıyadır.

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Hisse senedini 1 ay daha tut 10 TL lik kazanç getirebilme ihtimali %50	67	51
Hisse senedini hemen sat 10 TL lik kaybı göze alarak	64	49
Toplam	131	100

Tablo 21’de görüldüğü gibi yatırımcılar 10 TL lik kaybı kazanmak için hisseyi 1 ay daha elde tutma oranı%51’dir.Kısacası yatırımcılar kayıplarına karşı riski tercih etmektedirler.

Tablo 22: Şu durumun olduğunu varsayalım: Geçen iki yıl boyunca, ciddi bir şirketin hisse senedi fiyatı % 70 arttı ve gelecekte de artış bekleniyor. Bu veriyi nasıl değerlendirirsiniz?

Verilen Cevaplar	Sayı	Yüzde
Bilgi hisse senedi almak için yeterli değildir.	57	44
Bilgi, hisse senedi almak için yeterlidir.	57	44
Hisse senedi almaya değmez.	17	13
Toplam	131	100

Tablo 22’de görüldüğü gibi anketteki bilginin hisse senedi almak için yeterli olduğu düşüncesi ve yeterli olmadığı düşüncesi %44”er oran ile eşittir. Hisse senedi almaya değmez kararı ise %13’dür.Burdan da anlaşılacağı gibi hisse senedi alma kararında hissenin geçmiş verileri yatırımcıların dikkate aldığı bilgilerdir.

Tablo 23: Hisselerin geçmiş getirilerin ve performansının hisse alım-satım kararlarınızda ki rolü nedir?

Verilen yanıtlar	Sayı	Yüzde
Çok önemli	63	48
Önemli	45	34
Orta	14	11
Çok az	3	2
Önemli değil	0	0
Toplam	131	100

Tablo 23’de görüldüğü gibi hisselerin geçmiş getirileri ve performanslarının hisselerin alım satım kararına etkisi %82 gibi yüksek bir oran ile önemlidir. Buradan da bir önceki soruda anlaşılacağı gibi hisselerin geçmiş getiri ve performansları yatırım kararlarında önemlidir.

Tablo 24: Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle eski yüksek düzeyine döner görüşüne katılıyor musunuz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Kesinlikle katılıyorum	37	28
Katılıyorum	66	50
Kesinlikle Katılmıyorum	1	1
Katılmıyorum	15	11
Fikrim yok	12	9
Toplam	131	100

Tablo 24’de görüldüğü gibi “Kesinlikle katılıyorum” ve “ Katılıyorum” diyenlerin toplam oranı %78’dir. “Kesinlikle katılmıyorum” ve “Katılmıyorum” diyenlerin toplam oranı %12’dir. Bu anlamda yanıt verenlerin çoğunluğunun borsanın geleceğine yönelik iyimser oldukları söylenebilir.

Tablo 25: Borsanın aşağı yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır görüşüne katılıyor musunuz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Kesinlikle Katılıyorum	24	18
Katılıyorum	77	59
Kesinlikle Katılmıyorum	6	5
Katılmıyorum	18	14
Fikrim Yok	6	5
Toplam	131	100

Tablo 25’de ankete katılanların %77 “kesinlikle katılıyorum” ve “ katılıyorum” şeklinde cevap verirken %19 oranında katılımcı ise “kesinlikle katılmıyorum” ve “ katılmıyorum” şeklinde görüş bildirmiştir.

Tablo 26: Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine(satma kararına)ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz?” kayıp sadece geçici bir durum, hisse yeniden değer kazanacaktır. En azından hisseyi satın aldığım fiyata gelinceye kadar beklemek daha doğru olur”

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Kesinlikle Katılıyorum	25	19
Katılıyorum	90	69
Kesinlikle Katılmıyorum	1	1
Katılmıyorum	9	7
Fikrim Yok	6	5
Toplam	131	100

Tablo 26’de yöneltilen soruya verilen yanıtlarda yatırımcıların %88 “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” görüşünü desteklersen; %8 “kesinlikle katılmıyorum” ve “katılmıyorum” görüşünü beyan etmiştir.

Tablo 27: En son yaptığınız ve yanlış olduğunu düşündüğünüz işlem kararında(hisse alımı ya da satımı)rol oynayan kimdir?

Verilen Yanıtlar***	Sayı	Yüzde
Kendi Analiz Sonucu	12	9
Aracı Kurum Yönlendirmesi	47	36
Arkadaş ya da Meslektaş	29	22
Şans Faktörü	43	33
Diğer -Sabırsızlık -Siyasi ve politik istikrarsızlık	2	2
Toplam	131	100

Tablo 27’ de görüldüğü gibi ankete katılanların %36’si en son yaptıkları yanlış hisse senedi kararlarında aracı kurum yönlendirmelerini %33’ü şans faktörünü göstermişlerdir.%9 kendisini %22’u arkadaş ve meslektaşlarını etkili göstermiştir.%2’si de siyasi ve politik istikrarsızlık ve sabırsızlık olarak cevap vermişlerdir.

Tablo 28: Geçtiğimiz 2001 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlerle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisine katılıyorsunuz?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Krizin olacağı zaten belliydi.	83	63
Krizin olacağı bilinemez	35	27
Fikrim Yok	13	10
Toplam	131	100

Tablo 28’de görüldüğü gibi 2001 mali krizine ilişkin ankete yanıt verenlerin %27 krizin önceden bilinemeyeceğini ifade ederken, %63 ise “Krizin olacağı zaten belliydi.” Şeklinde görüş bildirmiştir. Oysaki gerekte krizlerin önceden kesin olarak öngörülmesi zordur.

Tablo 29: İMKB indeksinin oynaklığının temel nedeni sizce hangisidir?

Nedenler***	Sayı	Yüzde
Büyük yatırımcıların piyasayı yönlendirmesi	34	26
Ekonomik İstikrarsızlık	81	62
Politik İstikrarsızlık	28	21
Diğer -Global Hareketler	1	1
Toplam	131	100

Tablo 29’de görüldüğü gibi İMKB oynaklığının temel nedenine ilişkin ankete yanıt verenlerin %62’si ekonomik istikrarsızlık derken,%26’sı büyük yatırımcıların ve % 21’ide politik istikrarsızlık olarak belirtmiştir.

Tablo 30: Sizce bir hisse senedinin aşırı değer kazanmasında en önemli etken nedir?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Medyadaki Haberler	25	19
Analizcilerin Tahminleri	25	19
Yatırımcılardaki Aşırı Güven	18	14
Şirketlerin kazançları ve karlılıkları	56	43
Toplu Davranışlar, örneğin çoğunluğu takip eden özel yatırımcılar	16	12
Toplam	131	100

Tablo 30’da görüldüğü gibi şirket kazanç ve karlılıkları %43 iken medyadaki haberler %25, analizci tahminleri %25’dir. Buna karşı toplu davranışlar sadece %12’de kalmıştır.

Tablo 31: Sizce genel olarak borsadaki(endekslerdeki) düşüşün en önemli sebebini nedir?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Amerika’daki ekonomik veriler	19	15
Gelişmekte olan piyasa verileri	17	13
Politik Risk	66	50
Şirketlerin ekonomik durumları	30	23
Türkiye-AB ilişkilerinin durumu	15	11
Toplam	131	100

Tablo 31’da görüldüğü gibi yatırımcılar borsadaki endekslerin düşüşünü %50 gibi yüksek bir oranla risklere,%23 gibi şirketlerin ekonomik durumuna %15 Amerika’daki ekonomik verilere ,%13 gelişmekte olan piyasalara ve %11’ide Türkiye- AB ilişkilerine bağlamıştır. Buradan da anlaşılacağı gibi yatırımcılar endeksteeki düşüşü daha çok içi etkenlere bağlamışlardır.

Tablo 32: Yatırımlarınızı en iyi tanımlayan iki alternatifi seçiniz.

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Yüksek getiri beklediğim firmalara Yatırım	62	47
İstikrarlı ancak daha az getiri beklediğim firmalara yatırım	21	16
Kurumsal firmalara yatırım	38	29
Yeni firmalara yatırım	8	6
Sektördeki öncü firmalara yatırım	13	10
Yabancı sermayeli firmalara yatırım	4	4
Toplam	131	100

Tablo 32’de görüldüğü gibi ankete katılanlar yatırımlarını en iyi %47 yüksek getiri bekledikleri firmalara,%29 kurumsal firmalara,%16 istikrarlı firmalara,%10 sektördeki öncü firmalara,%6 yeni firmalara,%4 yabancı sermayeli firmalara yatırım yaptıklarını belirtmişlerdir. Buradan da yatırımcıların yatırımlarında en çok getiriye dikkate aldıkları görülmektedir.

Tablo 33: Son olarak, sizce ne kadar iyi bir yatırımcısınız?

Verilen Yanıtlar	Sayı	Yüzde
Vasatın altı	14	11
Vasat	75	57
Vasatın üstü	42	32
Toplam	131	100

Tablo 33’de görüldüğü gibi ankete katılanlar “ ne kadar iyi bir yatırımcısınız?” sorusuna %57’si vasat,%32’si vasatın üstü,%11’i vasatın altı olarak cevap vermiştir. Buradan da anlaşılacağı gibi yatırımcılar kendilerini piyasaya göre iyi yatırımcı olarak görmektedir.

3.5.2 Karşılaştırmalı Bulgular

Hipotez 1: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile elde bulundurulan hisse senedi sayısı arasında ilişki vardır.

Satır: Genellikle portföyünüzde kaç şirketin hisse senetleri bulunur?

Sütun: Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?

Tablo 34’de de görüldüğü gibi hisse senedi piyasasını çok yakından takip edenlerin %20,72 si ve genellikle takip edenlerin de %10,53’ü 10-15 arası gibi hisseleri portföylerinde bulundurarak riski dağıtmaktadırlar. Oysaki takip etme sıklığı azaldıkça yatırımcılar portföylerinde daha az hisse senedi bulundurarak riski dağıtmayı tercih etmemektedirler. Hisse senedi piyasasını takip etme ile elde bulundurulan portföy sayısı arasında ilişki olduğunu iddia eden H_1 hipotezi ($X^2=42,33$; $sd=2,23$; $p=0,000$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır.

Tablo 34: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile elde bulundurulan hisse senedi arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)	1	2	3	4	10-15 arası	5-10 arası	Genel Toplam
Ara sıra çok yakından değil	33,33	16,67	25,00	8,33	0,00	16,67	100,00
Bazen yakından takip ediyorum	8,33	8,33	37,50	4,17	0,00	41,67	100,00
Evet çok yakından	0,00	3,33	3,33	26,67	40,00	26,67	100,00
Evet genellikle	6,78	5,08	16,95	18,64	10,17	42,37	100,00
Hiç izlemiyorum	50,00	16,67	16,67	0,00	0,00	16,67	100,00
Genel Toplam	9,92	6,87	18,32	16,03	13,74	35,11	100,00

$X^2=42,33$; $sd=2,23$; $p=0,000$; $p<0,005$

Hipotez 2: Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır.

Satır: Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi nedir?

Sütun: Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkla gözden geçirirsiniz?

Tablo 35’ de görüleceği gibi hisse senetlerini her gün, birkaç günde bir ve düzenli olarak takip edenler hisse senetlerini %23,53, %50,02 ve %60 gibi oranlarla 61-90 gün arası gibi uzun bir vadede ellerinde tutmaktadır. Böylece kendilerini trade riskine karşı korumakta ve uzun vade bekleyerek piyasaların genel hareketlerini bekleyerek sürü davranış psikolojisi göstermektedirler. Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasında ilişki olduğunu iddia eden H_2 hipotezi ($X^2=13,43$; $sd=1,95$; $p=0,000$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır.

Tablo 35: Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)	Süreler						Genel Toplam
	1 haftadan az	181 gün- den fazla	2-4 hafta arası	31-60 gün arası	61-90 gün arası	91-120 gün arası	
Ayda bir	1 17,00	1 17,00	0 0,00	3 50,00	0 0,00	1 17,00	6 100,00
Birkaç ayda bir	1 11,00	4 44,00	0 0,00	2 22,00	1 11,00	1 11,00	9 100,00
Birkaç güne bir	0 0,00	4 6,56	2 3,28	8 13,11	36 59,02	11 18,03	61 100,00
Düzenli olarak	0 0,00	2 40,00	0 0,00	0 0,00	3 60,00	0 0,00	5 100,00
Fikrim yok	2 40,00	2 40,00	0 0,00	0 0,00	1 20	0 0,00	5 100,00
Haftada bir	0 0,00	3 17,65	3 17,65	2 11,76	4 23,53	5 29,41	17 100,00
Her gün	1 3,57	2 7,14	4 14,29	4 14,29	3 10,71	14 50,00	28 100,00
Genel Toplam	5	18	9	19	48	32	131

$X^2=13,43$; $sd=1,95$; $p=0,000$; $p<0,005$

Hipotez 3: Kazanılan hisse senetlerini elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi arasında ilişki vardır.

Satır: Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine(satma kararına)ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? “kayıp sadece geçici bir durum, hisse yeniden değer kazanacaktır. En azından hisseyi satın aldığım fiyata gelinceye kadar beklemek daha doğru olur”

Sütun: A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve C hisselerine yatırım yapmayı düşündüğünüzü, ancak nakdiniz olmadığını varsayalım. Bu durumda C hisselerini alabilmek için bu hisselerden birini satmak durumunda

olduğunuzu düşünelim. A hisselerinin %20 getiri sağlarken, B hisseleri%20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

Tablo 36: Kazanılan hisse senetlerini elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi arasındaki ilişki (Karşılaştırmalı olarak yatkinlik eğrisi)

Yanıtlar (%)	Kesinlikle		Kesinlikle		Genel Toplam	
	Fikrim yok	katılmıyorum	Katılıyorum	Katılmıyorum		
%20 kaybetti- ren	1 1,89	1 1,89	38 71,70	4 7,55	9 16,98	53 100,00
%20 kazanç sağlayan	5 6,41	0 0,00	52 66,67	5 6,41	16 20,51	78 100,00
Genel Toplam	6 4,58	1 0,76	90 68,70	9 6,87	25 19,08	131 100,00

$X^2=6,15$; $sd=0,928$; $p=0,000$; $p<0,005$

Tablo 36’da görüldüğü gibi Kazanılan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesinde kazanan hisseleri elden çıkarmaya katılanlar %66,67 iken kaybedenleri elde tutmaya katılanların oranı %71,70’dir. Kazanılan hisse senetlerini elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi arasında ilişki olduğunu iddia eden H_3 hipotezi ($X^2=6,15$; $sd=0,928$; $p=0,000$; $p<0,005$) doğrulanmıştır.

Hipotez 4: Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım–satım kararındaki rolü arasında ilişki vardır.

Satır: Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarınızda ki rolü nedir?

Sütun: “Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılıyor musunuz?

Tablo 37’de görüldüğü gibi hisselerin geçmiş getiri ve performanslarının alım-satım kararlarında önemli olması görüşüne katılanlar ile bilinen şirketin hisseleri iyidir görüşüne kesinlikle katılıyorum diyenler arasındaki oran %75,00’dir. Bu iki değişkeni savunan H_4 hipotezi ($X^2=0,30$; $sd=1,012$; $p=0,000$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır.

Tablo 37: Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım-satım kararındaki rolü arasındaki ilişki

Yatırımlar (%)					
	Çok Az	Çok Önemli	Orta	Önemli	Genel Toplam
Fikrim yok	1	7	2	1	11
	9,09	63,64	18,18	9,09	100,00
Katılıyorum	1	44	6	30	81
	1,23	54,32	7,41	37,04	100,00
Katılmıyorum	1	2	4	10	17
	5,88	11,76	23,53	58,82	100,00
Kesinlikle katılıyorum	0	15	2	3	20
	0,00	75,00	10,00	15,00	100,00
Kesinlikle katılmıyorum	0	1	0	1	2
	0,00	50,00	0,00	50,00	100,00
Genel Toplam	3	69	14	45	131
	2,29	52,67	10,69	34,35	100,00

$X^2=0,30$; $sd=1,012$; $p=0,000$; $p<0,005$

Hipotez 5: Gazetelerde her gün açıklanan en çok kazandıran ve en çok kaybedenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulunduran eğilim ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansların hisse alım-satım kararları arasında ilişki vardır.

Satır= Hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü nedir?

Sütun= Gazetelerde açıklanan en çok kazandıran ve en çok kaybettirenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulunduruyor musunuz?

Tablo 38’de görüldüğü gibi gazetelerin her gün kazandıran ve kaybettiren hisseleri göz önünde bulunduranlar hisselerin geçmiş getiri ve performanslarının da %70,27 oran ile çok önemli olduğunu düşünmektedirler. Bu ilişkiyi ortaya atan H₅ hipotezi ($X^2=0,52$; $sd=0,949$; $p=0,002$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır.

Tablo 38: Gazetelerde her gün açıklanan en çok kazandıran ve en çok kaybedenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulunduran eğilim ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansların hisse alım-satım kararları arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)					
	Çok az	Çok önemli	Orta	Önemli	Genel Toplam
Bazen	2	4	4	10	20
	10,00	20,00	20,00	50,00	100,00
Çok sık	0	26	2	9	37
	0,00	70,27	5,41	24,32	100,00
Genellikle	0	32	5	21	58
	0,00	55,17	8,62	36,21	100,00
Hiçbir zaman	0	3	1	2	6
	0,00	50,00	16,67	33,33	100,00
Nadiren	1	4	2	3	10
	10,00	40,00	20,00	30,00	100,00
Genel Toplam	3	69	14	45	131
	2,29	52,67	10,69	34,35	100,00

$X^2=0,52$; $sd=0,949$; $p=0,002$; $p<0,005$

Hipotez 6: “Borsanın aşağı yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırımcı aracı borsadır” görüşü ile “birkaç yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski düzeyine döner.” görüşü ilişkilidir.

Satır: Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle eski yüksek düzeyine döner görüşüne katılıyor musunuz?

Sütun: Borsanın aşağı yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır görüşüne katılıyor musunuz?

Tablo 39’da görüldüğü gibi “borsanın aşağı-yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır” görüşü ile “birkaç yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski düzeyine döner” görüşünün ilişkili olduğunu iddia eden H_6 hipotezi ($X^2=14,95$; $sd=0,794$; $p=0,003$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır. Yatırımcıların çoğunluğunun içinde bulunduğumuz dönemi de dikkate aldığımızda hisse senedi piyasasının geleceğine ilişkin iyimser olma eğiliminde olduğu söylenebilir. Uzun vadeli yatırım aracı olarak en iyi yatırım alanının borsa olduğuna ilişkin “kesinlikle katılıyorum” diyenlerin %95,83 gibi (%83,33+%12,50) önemli bir çoğunluğu borsanın eski düzeyine dönüp dönmemesi konusunda ise “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” şeklinde görüş bildirmiştir.

Tablo 39: “Borsanın aşağı-yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır” görüşü ile “birkaç yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski düzeyine döner” görüşü arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)	Fikrim yok	Katılıyorum	Katılmıyorum	Kesinlikle katılıyorum	Kesinlikle katılmıyorum	Genel Toplam
Fikrim yok	2	3	0	1	0	6
	33,33	50,00	0,00	16,67	0,00	100
Katılıyorum	2	55	4	16	0	77
	2,60	71,43	5,19	20,78	0,00	100,00
Katılmıyorum	5	4	9	0	0	18
	27,78	22,22	50,00	0,00	0,00	100,00
Kesinlikle katılıyorum	1	3	0	20	0	24
	4,17	12,50	0,00	83,33	0,00	100,00
Kesinlikle katılmıyorum	2	1	2	0	1	6
	33,33	16,67	33,33	0,00	16,67	100,00
Genel Toplam	12	66	15	37	1	131
	9,16	50,38	11,45	28,24	0,76	100,00

$X^2=14,95$; $sd=0,794$; $p=0,003$; $p<0,005$

Hipotez 7: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi elde tutma süresi ile ilgili ilişki vardır.

Satır: Hisse senetlerinizi ortalama elde tutma süreniz nedir?

Sütür: Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle eski yüksek düzeyine döner görüşüne katılıyor musunuz?

Tablo 40’da görüldüğü gibi, hisse senetlerini elde tutma süresi uzun olan yani çok az işlem yapan yatırımcıların borsanın geleceğine yönelik beklentilerinin de iyimser olduğu anlaşılmaktadır. Hisse senetlerinin ortalama elde tutma süresi 90-120 gün olan yatırımcıların borsanın eski düzeyine yükselmesine ilişkin “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” şeklinde görüş bildirenlerin oranı %96,88’dir. 61-90 gün olanlarda ise bu görüş %85,42’dir. İçinde bulunduğumuz ekonomik ve siyasi

konjoktür düşünöldüğünde bu oran çok yüksektir. Piyasaların yükseliş gösterdiği dönemlerde bu oranın daha da yüksek olduğu ve iyimserliğin arttığı bilinmekte ve boğa piyasaları yeni yatırımcıların borsaya gelmesi de kolaylaştırmaktadır. Hisse senetlerini elde tutma süresi ile borsanın yeniden yükseleceği beklentisi arasında ilişki olduğu ($X^2=0,012$; $sd=1,602$; $p=0,000$; $p<0,005$) H_7 hipotezi doğrulanmıştır.

Tablo 40: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi elde tutma süresi arasındaki ilişki

Yanıt- lar(%)	Fikrim			Kesinlikle		Genel Toplam
	yok	Katılıyorum	Katılmıyorum	katılıyorum	katılmıyorum	
1 haftadan az	2	2	0	1	0	5
	40,00	40,00	0,00	20,00	0,00	100,00
181 günden fazla	4	10	3	1	0	18
	22,22	55,56	16,67	5,56	0,00	100,00
2-4 hafta arası	0	4	2	3	0	9
	0,00	44,44	22,22	33,33	0,00	100,00
31-60 gün arası	1	6	8	4	0	19
	5,26	31,58	42,11	21,05	0,00	100,00
61-90 gün arası	5	21	1	20	1	48
	10,42	43,75	2,08	41,67	2,08	100,00
91-120 gün arası	0	23	1	8	0	32
	0,00	71,88	3,13	25,00	0,00	100,00
Genel Top- lam	12	66	15	37	1	131
	9,16	50,38	11,45	28,24	0,76	100,00

$X^2=0,012$; $sd=1,602$; $p=0,000$; $p<0,005$

Hipotez 8: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi piyasasını izleme yoğunluğu arasında ilişki vardır.

Satır: Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle eski yüksek düzeyine döner görüşüne katılıyor musunuz?

Sütun: Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?

Tablo 41’de görüldüğü gibi borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedini izleme yoğunluğu arasında ilişki olduğunu iddia eden H_8 hipotezi ($X^2=0,17$; $sd=1,247$; $p=0,052$; $p>0,005$) doğrulanmamıştır. Elde tutma süresi yanında, hisse senedi piyasasını yakından takip edenlerin de piyasaların geleceğine yönelik aşırı iyimser olma eğiliminde olduğu görülmektedir. Piyasaları “çok yakından” takip ettiğini ifade edenlerin % 86,67 si kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum şeklinde görüş bildirirken, “genellikle” takip edenlerin %78,13’ü şeklinde görüş bildirmiştir. Ara sıra takip edenler de bu oran % 50, hiç izlemeyenler de ise %33,34’dür. Kısacası piyasaları takip etme sıklığı azaldıkça piyasalara olan iyimserlik nispi azalmaktadır.

Tablo 41: Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi piyasasını izleme yoğunluğu arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Fikrim			Kesinlikle		Genel Toplam
	yok	Katılıyorum	Katılmıyorum	katılıyorum	katılmıyorum	
Arasına çok yakından değil	3	3	3	3	0	12
Bazen yakından takip ediyorum	25,00	25,00	25,00	25,00	0,00	100,00
Evet çok yakından	4	14	3	3	0	24
Evet genellikle	16,67	58,33	12,50	12,50	0,00	100,00
Hiç izlemiyorum	0	15	3	11	1	30
Genel Toplam	0,00	50,00	10,00	36,67	3,33	100,00
	2	33	5	19	0	59
	3,39	55,93	8,47	32,20	0,00	100,00
	3	1	1	1	0	6
	50,00	16,67	16,67	16,67	0,00	100,00
Genel Toplam	12	66	15	37	1	131
	9,16	50,38	11,45	28,24	0,76	100,00

$X^2=0,17$; $sd=1,247$; $p=0,052$; $p>0,005$

Hipotez 9: Bölgesel şirketlere yatırım yapma eğilimi ile yatırım yapılan hisseleri ihraç eden firma arasında ilişki vardır.

Satır: Bölgenizde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapıyor musunuz?

Sütun: Yatırım yaptığımız senetlerini ihraç eden firmada siz ya da bir yakınınız çalıştı mı?

Tablo 42’de görüldüğü gibi bölgesel şirketlere yatırım yapma ile kendisi ya da yakınlarının çalıştığı şirketlerin hisselerine yatırım yapma arasında ilişki olduğu H_8 hipotezi ($X^2=0,022$; $sd=0,618$; $p=0,001$; $p<0,005$) doğrulanmıştır. Yapılan araştırmalar, insanların çalıştıkları ve bölgesinde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bunun temel nedeni ise, işverenlerin ya da bölgedeki şirketlerin tanınmış olması ve bunlar hakkında daha bilgili olma etkili olmaktadır.

Tablo 42: Bölgesel şirketlere yatırım yapma eğilimi ile yatırım yapılan hisseleri ihraç eden firma arasındaki ilişki (Aşına Olma Önyargısı)

Yanıtlar(%)	Evet	Hayır	Genel Toplam
Evet	29	39	68
	42,65	57,35	100,00
Hayır	15	48	63
	23,81	76,19	100,00
Genel Toplam	44	87	131
	33,59	66,41	100,00

$X^2=0,22$; $sd=0,618$; $p=0,001$; $p<0,005$

Hipotez 10: Geçtiğimiz yıllarda yaşanan krizlere ilişkin görüş ile kriz döneminde portföy de bulunduran hisse oranı ilişkilidir.

Satır: Geçtiğimiz yıllarda krizler olduğu tarihte portföyünüz de hisse senetlerinin oranı neydi?

Sütun: Geçtiğimiz yıllarda yaşanan krizlerle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisine katılıyorsunuz?

Tablo 43’de görüldüğü gibi kriz dönemi yatırımcıların portföyünde bulunan hisse senedi oranı ile geçtiğimiz yıllarda yaşanan krizlerle ilgili iddia edilen H_{10} hipotezi ($X^2=0,020$; $sd= 1,337$; $p=0,000$ $p<0,005$) doğrulanmıştır.

Tablo 43: Krizlere ilişkin görüş ile kriz döneminde portföyde bulundurulan hisse oranı ilişkilidir.

Yanıtlar(%)	Yanıtlar(%)				Genel Toplam
	%25 in altında	%25-%49 arası	%50-%74 arası	%75-%100 arası	
Fikrim yok	11	2	0	0	13
	84,62	15,38	0,00	0,00	100,00
Krizin olacağı belliydi	22	13	38	10	83
	26,51	15,66	45,78	12,05	100,00
Krizin olacağı önceden kesinlikle bilinemezdi	4	8	20	3	35
	11,43	22,86	57,14	8,57	100,00
Genel Toplam	37	23	58	13	131
	28,24	17,56	44,28	9,92	100,00

$X^2=0,020$; $sd= 1,337$; $p=0,000$ $p<0,005$

3.5.3 Cinsiyet İle İlgili Bulgular

Hipotez 11: Hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Kaç yıldan bu yana hisse senedine yatırım yapıyorsunuz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 44’de görüldüğü gibi hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu savunan H_{11} hipotezi ($X^2=0,002$; $sd:0,166$; $p=0,000$; $p <0,005$) doğrulanmıştır. Erkek yatırımcıların %37,31’i hisse senetlerine 3-5 yıl ve %35,82’si 5 yıldan fazla yatırım yaparken, kadın yatırımcıların %34,38’i 3-5 yıl arasına yatırım yaparken %35,94’ü 1-3 yıl arasına yatırım yapmaktadır. Kısacası erkek yatırımcılar hisse piyasalarında daha eskidir. Fakat son yıllarda kadın yatırımcılar 1 yıldan az

yatırım yapanların oranı %18,75 ile beraber kadın yatırımcıların sayısında artış mevcuttur.

Tablo 44: Hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Yanıtlar(%)	1 yıldan az	1-3 yıl arası	3-5 yıl arası	5 yıldan fazla	Genel Toplam
Erkek	10,45	16,42	37,31	35,82	100,00
Kadın	18,75	35,94	34,38	10,94	100,00
Genel Toplam	14,50	25,95	35,88	23,66	100,00

$X^2=0,002$; sd:0,166;p=0,000;p <0,005

Hipotez 12: Hisse senedi piyasasını izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 45’de görüldüğü gibi hisse senedi piyasasını izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{12} hipotezi ($X^2=0,07$; sd:0,185; p=0,153; p>0,005) doğrulanmamıştır.

Tablo 45: Hisse senedi piyasasını izleme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Ara sıra çok yakından değil	Bazen yakından takip ediyorum	Evet çok yakından	Evet genellikle	Hiç izlemiyorum	Genel Toplam
Erkek	8	9	21	27	2	67
	11,94	13,43	31,34	40,30	2,99	100,00
Kadın	4	15	9	32	4	64
	6,25	23,44	14,06	50,00	6,25	100,00
Genel Toplam	12	24	30	59	6	131
	9,16	18,32	22,90	45,04	4,58	100,00

$X^2=0,07$; sd:0,185; p=0,153; p>0,005

Hipotez 13: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme düzeyi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkla yönlendiriliyorsunuz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 46: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme düzeyi ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıt- lar(%)				Hiçbir zaman			Genel Toplam
	Genellikle	Bazen	Çok sık	Genellikle	Nadiren	Hiçbir zaman	
Erkek	1	6	25	25	5	5	67
	1,49	8,96	37,31	37,31	7,46	7,46	100,00
Kadın	1	10	16	27	5	5	64
	1,56	15,63	25,00	42,19	7,81	7,81	100,00
Genel Toplam	2	16	41	52	10	10	131
	1,53	12,21	31,30	39,69	7,63	7,63	100,00

$X^2 = 0,702$; $sd = 0,207$; $p = 0,240$; $p > 0,005$

Tablo 46’da görüleceği gibi aracı kurumlar tarafından yönlendirilme düzeyi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{13} hipotezi ($X^2 = 7,02$; $sd = 0,207$; $p = 0,240$; $p > 0,005$) doğrulanmamıştır.

Hipotez 14: Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Yatırımlarınızı yönlendiren temel bilgi kaynaklarınızı nelerdir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 47’de görüldüğü gibi Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasındaki ilişki olduğunu iddia eden H_{14} hipotezi ($X^2 = 4,86$; $sd = 0,149$; $p = 0,599$; $p > 0,005$) doğrulanmamıştır.

Tablo 47: Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıt- lar(%)	Aracı kurumlar	Ekonomi ile ilgili t.v kanalla- rı	Sürel yayımlar	Yatırım yapan diğer arkadaşlar	Diğer***	Genel Toplam
Bay	45	15	17	11	1	89
	50,56	16,85	19,10	12,36	1,12	100,00
Bayan	32	18	22	14	1	87
	36,78	20,69	25,29	16,09	1,15	100,00
Genel Top- lam	77	33	39	25	2	176
	43,75	18,75	22,16	14,20	1,14	100,00

$X^2 = 4,86$; $sd = 0,149$; $p = 0,599$; $p > 0,005$

Hipotez 15: Hatalı işlem kararında rol oynayan kişi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: En son yaptığımız ve yanlış olduğunu düşündüğünüz işlem kararında(hisse alımı ya da satımı)rol oynayan kimdir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 48’de görüldüğü işlem kararında etkili olan faktör ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu($X^2 = 3,86$; $sd = 0,180$; $p = 0,63$; $p > 0,005$) iddia eden hipotez doğrulanmamıştır. Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi erkek yatırımcıların hatalı işlem kararında %41,18’i aracı kurum yatırımcılarının olduğunu söylemiş kadınların ise %38,46’sı şans faktörünü öne sürmüşlerdir.

Tablo 48: Hatalı işlem kararında rol oynayan kişi ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıt- lar(%)	Aracı kurum yönlendirmesi sonucu	Diğer arkadaş- lar ve meslek- taşlar yönlendirmesi sonucu	Kendi analiziniz ve değerlendir- meniz sonucun- da	Şans faktörü	Diğer	Genel Toplam
Bay	28	15	7	18	0	68
	41,18	22,06	10,29	26,47	0,00	100,00
Bayan	19	14	5	25	2	65
	29,23	21,54	7,69	38,46	3,08	100,00
Genel Toplam	47	29	12	43	2	133
	35,34	21,80	9,02	32,33	1,50	100,00

$X^2=3,86$; $sd=0,180$; $p=0,63$; $p>0,005$

Hipotez 16: Yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Hisse senetleri alımında göz önünde bulundurduğunuz temel faktör nedir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 49’da görüldüğü gibi yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{16} hipotezi ($X^2=2,52$; $sd=0,115$; $p=0,419$ $p>0,005$) araştırmada doğrulanmamıştır. Hisse senedi alımında göz önünde bulundurulmuş faktörler açısından kadın ve erkek yatırımcıların tercihlerinin birbirine çok paralel olduğu görülmektedir. Kadınlar ve erkekler nispi anlamda getiriye ön planda tutmaktadırlar.

Tablo 49: Yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Yanıt- lar(%)	Artış azalış trendleri	Getiri oranı	Portföyü çeşit- lendirerek riski azaltmak	Risk	Şirketin mali verilerini temel analiz	Genel Toplam
Bay	1	31	29	10	0	71
	1,41	43,66	40,85	14,08	0,00	100,00
Bayan	0	41	19	6	1	67
	0,00	61,19	28,36	8,96	1,49	100,00
Genel Top- lam	1	72	48	16	1	138
	0,72	52,17	34,78	11,59	0,72	100,00

$X^2=2,52$; $sd=0,115$; $p=0,419$ $p>0,005$

Hipotez 17: İMKB endeks oynaklığının nedenleri ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: İMKB indeksinin oynaklığının temel nedeni sizce hangisidir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 50: İMKB endeks oynaklığının nedenleri ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Büyük yatırımcıların piyasayı istedikleri gibi değerlendirmesi	Ekonomik istikrarsızlık	Politik istik- rarsızlık	Diğer	Genel Toplam
Bay	16	43	12	1	72
	22,22	59,72	16,67	1,39	100,00
Bayan	18	38	16	0	72
	25,00	52,78	22,22	0,00	100,00
Genel Toplam	34	81	28	1	144
	23,61%	56,25%	19,44%	0,69%	100,00%

$X^2=6,82$; $sd=0,112$; $p=0,705$; $p>0,005$

Tablo 50’de görüldüğü gibi İMKB endeks oynaklığının nedenleri ile cinsiyet arasındaki ilişki olduğunu iddia eden H_{17} ($X^2=6,82$; $sd=0,112$; $p=0,705$; $p>0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmamıştır. Tabloda erkeklerin %59,72’si ve

kadınların %52,78 gibi neredeyse aynı oranlarla ekonomik istikrarsızlığı endeks oynaklığının nedeni olduğunu göstermiştir.

Hipotez 18: Yatkınlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve C hisselerine yatırım yapmayı düşündüğünüzü, ancak nakdiniz olmadığını varsayalım. Bu durumda C hisselerini alabilmek için bu hisselerden birini satmak durumunda olduğunuzu düşünelim. A hisselerinin %20 getiri sağlarken, B hisseleri %20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 51’de görüldüğü gibi yatkınlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{18} ($X^2=0,042$; $sd=0,82$; $p=0,000$; $p<0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmıştır. Tabloda kadın yatırımcıların %75’i %20 kaybettiren hisseleri; erkek yatırımcıların da % 55,22’side %20 kaybettiren hisseleri tercih etmişlerdir.

Tablo 51: Yatkınlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Yanıtlar(%)	%20 kaybettiren	%20 kazanç sağlayan	Genel Toplam
Erkek	37	30	67
	55,22	44,78	100,00
Kadın	16	48	64
	25,00	75,00	100,00
Genel Toplam	53	78	131
	40,46	59,54	100,00

$X^2=0,04$; $sd=0,82$; $p=0,000$; $p<0,005$

Hipotez 19: Aşına olma önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Yatırım yaptığınız senetlerini ihraç eden firmada siz ya da bir yakınınız çalıştı mı?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 52’de görüldüğü gibi yatkinlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{19} ($X^2=2,59$; $sd=0,087$; $p=0,198$; $p>0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmamıştır. Tabloda görüldüğü gibi Aşına olma önyargısı kadın ver erkeklerde hemen hemen aynıdır.

Tablo 52: Aşına olma önyargısı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Evet	Hayır	Genel Toplam
Erkek	38	29	67
	56,72	43,28	100,00
Kadın	30	34	64
	46,88	53,13	100,00
Genel Toplam	68	63	131
	51,91	48,09	100,00

$X^2=2,59$; $sd=0,087$; $p=0,198$; $p>0,005$

Hipotez 20: Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Bölgenizde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapıyor musunuz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 53’de görüldüğü gibi iki değişken arasındaki ilişki olduğunu iddia eden H_{20} ($X^2=0,579$; $sd=0,83$; $p=0,428$; $p>0,005$) hipotezi doğrulanmamıştır. Tabloda kadın ve erkeklerin oranları birbirine çok yakındır.

Tablo 53: Cinsiyete göre bölgesel şirketlere yatırım yapma

Yanıtlar(%)	Evet	Hayır	Genel Toplam
Erkek	24	43	67
	35,82	64,18	100,00
Kadın	20	44	64
	31,25	68,75	100,00
Genel Toplam	44	87	131
	33,59	66,41	100,00

$X^2=5,79$; $sd=0,83$; $p=0,428$; $p>0,005$

Hipotez 21: Geri görüş önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Geçtiğimiz 2001 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlerle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisine katılıyorsunuz?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 54'de görüldüğü gibi geri görüş önyargısı ve cinsiyet arasındaki ilişki olduğunu savunan H_{21} hipotezi ($X^2=0,427$; $sd=0,117$; $p=0,342$; $p>0,005$) araştırmada doğrulanmamıştır.

Tablo 54: Geri görüş önyargısı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Fikrim yok	Krizin olacağı belliydi	Krizin olacağı önceden kesinlikle bilinemezdi	Genel Toplam
Erkek	6	46	15	67
	8,96	68,66	22,39	100,00
Kadın	7	37	20	64
	10,94	57,81	31,25	100,00
Genel Toplam	13	83	35	131
	9,92	63,36	26,72	100,00

$X^2=4,27$; $sd=0,117$; $p=0,342$; $p>0,005$

Hipotez 22: Kriz döneminde portföyün de bulundurulan hisse oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: 2001 krizi olduğu tarihte portföyünüz de hisse senetlerinin oranı neydi?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 55’de görüldüğü gibi iki değişken arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{22} ($X^2=5,97$; $sd=0,185$; $p=174$; $p>0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmamıştır.

Tablo 3.55: Kriz döneminde portföyün de bulundurulan hisse oranı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Yanıtlar(%)				Genel Toplam
	%25 in altı	%25-%49 arası	%50-%74 arası	%75-%100 arası	
Erkek	17	10	32	8	67
	25,37	14,93	47,76	11,94	100,00
Kadın	20	13	26	5	64
	31,25	20,31	40,63	7,81	100,00
Genel Toplam	37	23	58	13	131
	28,24	17,56	44,27	9,92	100,00

$X^2=5,97$; $sd=0,185$; $p=174$; $p>0,005$

Hipotez 23: Hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım-satım kararındaki rolü ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarınızda ki rolü nedir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 56’da görüldüğü gibi iki değişken arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{23} ($X^2=8,29$; $sd=0,134$; $p=0,419$; $p>0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmamıştır. Araştırmada kadın ve erkek yatırımcıların her ikisi de geçmiş getirilerin hisse alım-satımında önemli olduğunu düşünmektedirler.

Tablo 56: Hisselerin geçmiş getiri ve performansının hisse alım satım kararındaki rolü ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Çok az	Çok önemli	Orta	Önemli	Genel Toplam
Erkek	1 1,49	36 53,73	6 8,96	24 35,82	67 100,00
Kadın	2 3,13	33 51,56	8 12,50	21 32,81	64 100,00
Genel Top- lam	3 2,29	69 52,67	14 10,69	45 34,35	131 100,00

$X^2=8,29$; $sd=0,134$; $p=0,419$; $p>0,005$

Hipotez 24: Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

Satır: Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir?

Sütun: Cinsiyetiniz?

Tablo 57’de görüldüğü gibi hisse senedi alım-satım kararı ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{24} hipotezi ($X^2=0,28$; $sd=0,268$; $p=0,004$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır. Hisse alım satımında %27,85 ile teknik analizi dikkate alırken,%21,52 ile tüyoları dikkate almakta, kadın yatırımcılar ise %30,26 ile tüyoları dikkate alırken %25 ile döviz kurlarını dikkate almaktadır. Görüldüğü gibi erkek yatırımcılar kendi analiz ve tüyolarına daha dikkat etmektedirler.

Tablo 57: Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulmuş faktörler ile cinsiyet arasındaki ilişki

Yanıt- lar (%)	Alınan Tüyolar	Aracı Kurum Yönlendirmeleri	Döviz kurları	Faiz oranları	Siyasi istikrar	Teknik analiz	Temel analiz	Genel Toplam
Erkek	17	13	15	5	2	22	5	79
	21,52	16,46	18,99	6,33	2,53	27,85	6,33	100,00
Kadın	23	12	19	10	4	6	2	76
	30,26	15,79	25,00	13,16	5,26	7,89	2,63	100,00
Genel Toplam	40	25	34	15	6	28	7	155
	25,81	16,13	21,94	9,68	3,87	18,06	4,52	100,00

$X^2=0,28$; $sd=0,268$; $p=0,004$; $p<0,005$

3.5.4 Eğitim İle İlgili Bulgular

Hipotez 25: Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurulmuş faktörler ile eğitim arasında ilişki vardır.

Satır: Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir?

Sütun: Eğitim durumunuz?

Tablo 58’de görüldüğü gibi hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurduğumuz faktörler ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{25} ($X^2=0,28$; $sd=0,268$; $p=0,004$; $p<0,005$) hipotezi araştırmada doğrulanmıştır. Alınan tüyoları lise %52 ve ortaokul %50 olarak ağırlıklı seçmişken master/doktora ise %45,45 teknik analizi seçmiştir. Yani eğitim derecesi arttıkça analiz yapılarak yapılan yatırımlar ağırlık kazanmıştır.

Tablo 58: Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulmuş faktörler ile eğitim arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)	Aracı kurum yönlendirmeleri							
	Alınan tüyolar	Döviz kurları	Faiz oranları	Siyasi istikrar	Teknik analiz	Temel analiz	Genel Toplam	
Lise	13	1	9	1	0	1	0	25
	52,00	4,00	36,00	4,00	0,00	4,00	0,00	100,00
Master /doktora	7	6	1	2	2	15	0	33
	21,21	18,18	3,03	6,06	6,06	45,45	0,00	100,00
Ortaokul	2	1	1	0	0	0	0	4
	50,00	0,00	25,00	25,00	0,00	0,00	0,00	100,00
Üniversite	19	18	23	11	4	12	7	94
	20,21	19,15	24,47	11,70	4,26	12,77	7,45	100,00
Genel Toplam	41	25	34	15	6	28	7	156
	26,28	16,03	21,79	9,62	3,85	17,95	4,49	100,00

$X^2=0,28$; $sd=0,268$; $p=0,004$; $p<0,005$

Hipotez 26: Yatırım araçları tercihi ile eğitim arasında ilişki vardır.

Satır: Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerini tercih ediyorsunuz?

Sütun: Eğitim durumunuz?

Tablo 59’da görüldüğü gibi iki değişken arasında ilişki olduğunu iddia eden H_{26} hipotezi ($X^2=1,07$; $sd:1,720$; $p=0,000$; $p<0,005$) araştırmada doğrulanmıştır. Araştırmada görülüyor ki eğitim düzeyi arttıkça yatırımcılar portföylerini çeşitlendirip daha riskli yatırım araçlarına yatırım yapmaktadır.

Tablo 59: Yatırım araçları tercihi ile eğitim arasındaki ilişki

Yanıtlar (%)	A tipi yatırım fonu	B tipi yatırım fonu	Döviz	Hazine bonusu	Hisse senedi	Mevduat	Genel Toplam
Lise	3	3	12	2	5	0	25
	12,00	12,00	48,00	8,00	20,00	0,00	100,00
Master /doktora	4	8	3	11	11	1	38
	10,53	21,05	7,89	28,95	28,95	2,63	100,00
Ortaokul	0	2	1	0	1	0	4
	0,00	50,00	25,00	0,00	25,00	0,00	100,00
Üniversite	11	8	18	9	40	2	88
	12,50	9,09	20,45	10,23	45,45	2,27	100,00
Genel Toplam	18	21	34	22	57	3	155
	11,61	13,55	21,94	14,19	36,77	1,94	100,00

$X^2=1,07$; sd:1,720; p=0,000; p<0,005

Hipotez 27: Yatırımcıların hisse yatırımı yaparken kendilerini değerlendirmeleri ile eğitim arasında ilişki vardır.

Satır: Sizce, ne kadar iyi bir yatırımcısınız?

Sütun: Eğitim durumunuz?

Tablo 60'da görüldüğü gibi iki değişken arasında ilişki olduğunu iddia eden H26 hipotezi ($X^2=1,54$; sd:0,748; p=0,000; p<0,005) araştırmada doğrulanmıştır. Araştırmada görüldüğü gibi eğitim düzeyi arttıkça yatırımcılar kendilerine güven ve bilgi ile beraber daha iyi yatırımcı olduklarını düşünmektedirler.

Tablo 60: Yatırımcıların hisse yatırımı yaparken kendilerini değerlendirmeleri ile eğitim arasındaki ilişki

Yanıtlar(%)	Vasat	Vasat	Vasatın altında	Vasatın üstünde	Genel Toplam
Lise	18	0	5	2	25
	72,00	0,00	20,00	8,00	100,00
Master/doktora	5	0	3	20	28
	17,86	0,00	10,71	71,43	100,00
Ortaokul	3	0	1	0	4
	75,00	0,00	25,00	0,00	100,00
Üniversite	47	2	5	20	74
	63,51	2,70	6,76	27,03	100,00
Genel Toplam	73	2	14	42	131

$X^2=1,54$; $sd:0,748$; $p=0,000$; $p<0,005$

SONUÇ

Dünya ekonomilerinde menkul kıymet borsaları, tasarrufların reel sektöre aktarılması işlevi ile büyük önem taşımaktadır. Hisse senetleri piyasalarının bu işlevini yerine getirebilmesi, kendilerine ulaşan bilgileri doğru yorumlayan, rasyonel yatırımcıların piyasa fiyatlarının oluşumundaki etkinliğine bağlıdır. Geleneksel finans teorileri, piyasaların işleyişini açıklamak için yatırımcıların rasyonel hareket ettiği varsayımını kullanmaktadır. Yani geleneksel finans piyasaları açıklarken, gerçekte yatırımcıların nasıl hareket ettiğinden değil, nasıl hareket etmesi gerektiğinden yola çıkmaktadır.

Davranışsal finans ise geleneksel finans teorisinin aksine insanı tamamen rasyonel bir varlık olarak görmemekte ve bazı finansal olayların bu şekilde daha iyi açıklanabileceğini öne sürmektedir. Piyasalarda geleneksel finansın varsayımlarına uygun olarak yatırım yapan yatırımcılar olabileceği gibi, bilgi eksikliği ya da eldeki bilgileri doğru değerlendirememesi nedeniyle teoriden farklı davranan yatırımcılarda olabilir.

Çalışmanın amacı ise son yıllarda akademik çevrelerde çok fazla ilgi görmeye başlayan davranışsal finans yaklaşımı hakkında akademik anlamda ampirik bir çalışma yaparak ülkemiz bireysel yatırımcıların profilini ve psikolojisini incelemektir. Bu anlamda davranışsal finansın ortaya koyduğu irrasyonel yatırımcı davranışlarının kimi nedenlerinin, ülkemiz yatırımcıları için sınanması amaçlanmıştır. Çalışmada anket yöntemi uygulanırken, ülkemiz hisse senetleri piyasası yatırımcılarının profiline ve davranışsal finans kapsamında genel eğilimlerine dair bilgiler verilmesi amaçlanmaktadır. Çalışmada ki sonuçlara göre İMKB yatırımcısının genel olarak göstermiş olduğu eğilimler şu şekilde özetlenebilir.

Bireysel yatırımcıların büyük bir bölümü erkek ve üniversiteli yatırımcılardan oluşmaktadır. Araştırmadaki yatırımcılar hisse senedi piyasasını yakından takip etmekte ve yatırımlarını çok sık gözden geçirmektedir. Yatırımcılar kazanan hisseleri çok çabuk elden çıkarma eğiliminde iken; kazanan hisseleri elde tutma en azından satın aldığı fiyata gelinceye kadar bekleme eğilimindedirler. Ayrıca bu eğilim ile

beraber yatırımcılar piyasada bilinen büyük şirketlerin hisselerine yatırım yaparak, hisselerin geçmiş performanslarını da göz önünde bulundurmaktadırlar. Ve yatırımlarını yaparken de daha çok aracı kurumlardan etkilenmektedirler. Bu araştırma doğrultusunda yatırımcılar hisse senedi piyasasına karşı iyimser olma eğilimindedirler ve bu iyimserlik bireylerin olayları yanlış tahmin etmesine sebep olmaktadır. Yatırımcılar yakınlarının çalıştığı şirketlerin hisselerine de yatırım yapmayı tercih etmemektedirler.

Kadın ve erkek yatırımcıların benzerlik gösterdiği alanlarda bulunmaktadır. Bu unsurları yatırım yapma amacı, yatınlık etkisi, yatırım aracı tercihi ve borsanın geleceğine ilişkin beklentileri sayabiliriz. Kadın ve erkek yatırımcıların günümüzde eğitimle beraber birbirlerine benzedikleri görülmekte ve daha çok getiriye ön planda tutmaktadırlar. Kadın ve erkek yatırımcılar yatınlık etkisi olarak da birbirlerine çok benzemektedirler. Kısacası araştırmada kadın ve erkek yatırımcı grubu nispi anlamda bazı değişiklikler gösterse de yatırımcı tercihleri sıralaması büyük benzerlik göstermektedir. Her iki yatırımcı grubunun ilk üç yatırımcı tercihi sırasıyla hisse senedi, hazine bonosu ve B tipi yatırım fonudur. Borsanın geleceğine ilişkin beklentiler açısından da yatırımcı grubu iyimser olma eğilimindedir.

Buradan yola çıkarak araştırma sonuçlarının da işaret ettiği gibi psikolojik ön yargılar, bireysel yatırımcıların davranışlarını etkilemektedir. Birçok yatırımcı geleneksel yaklaşımın varsayımlarının aksine sistematik hatalar yapmakta ya da rasyonel çözümlü bilse de bunu uygulamamaktadır. Ayrıca medya, arkadaşlar ve bunlara benzer çevresel faktörlerde yatırımcıların seçimlerini etkilemekte, sürü davranışları haline dönüşen bu süreçler piyasalarda anomalilere, aşırı ya da yetersiz tepkilere neden olmaktadır. Psikolojik önyargılar yatırımcıların irrasyonel olarak hatalı ve zararına işlem yapmalarına neden olmakta; bu hatalar sosyal konsensüse dönüştüğünde ise düşük reaksiyon ya da yüksek reaksiyonlar piyasa köpüklerine ve fiyat balonlarına yol açarak piyasaların dengelerini bozmaktadır.

Bireysel yatırımcıların bu önyargılara maruz kalmaması ya da en azından etkilerinin azaltılabilmesi için farklı öneriler getirilmiştir. Tecrübe, uzmanlık ve

öğrenmenin psikolojik önyargıları önemli ölçüde ortadan kaldırdığı öne sürülmektedir. Birçok gelişmiş sermaye piyasasında yatırımcılar, doğrudan bilgilendirme yoluyla eğitime çalışılmaktadır.

Bireysel yatırımcıların psikolojik ön yargılardan kaynaklanan zararlarının azaltılması için getirilen diğer bir öneri ise yatırımlarda belirli ilkelerin izlenmesi ve sistemli yatırım yapılmasıdır. Bu anlamda birçok hisse senedi piyasası kitabında sistemler ve önerilere yer verilmektedir.

Bahsedilen bu olumsuzluklara rağmen yine de belirli ilkelerin izlenmesi ile uzmanların bilinçli ve sağduyulu yönlendirmeleri, bu önyargıları azaltmada önemli katkı sağlayacaktır. Nofsinger psikolojik önyargılar ile başa çıkabilmek için beş temel strateji öne sürmektedir. Bunlardan birincisi psikolojik önyargıları anlamadır. Psikolojik önyargıları anlama süreci, geçmiş dönemde yapılan hataların kaynaklarını anlamak ile ilgilidir. Davranışsal finansın işaret ettiği bir çok önyargının tanımı, yatırımcılar tarafından biliniyor olsa, muhtemelen bu yatırımcılar yanlışlarının kaynaklarını daha iyi anlayabilecektir. Yatırım kararlarında ise, bu davranış kalıplarının bilincinde olduğu için hataları azaltabilecektir. Nofsinger'in ikinci temel stratejisi neden yatırım yaptığını bilmektir. Bu tanımlamada ise ucu açık ve belirsiz tanımlamalara değil, rasyonel tanımlamalara yer verilmesi gerektiğini söylemektedir. Üçüncü temel strateji ise yatırım kararlarını etkileyecek faktörlerin seçiminde kantitatif kriterlere yer verilmesidir. Nofsinger'in önerdiği dördüncü temel strateji ise yatırımların çeşitlendirilmesidir. Beşinci ve son temel strateji ise çevresel faktörlerle ilgilidir. Seans odalarına gitmemek, yatırımlarını sıklıkla gözden geçirmemek gibi.

Özetle bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarında psikolojik önyargıların etkisinde kalarak irrasyonel davranışlar gösterebilmekte, bu durum ise piyasaların etkinliğini azaltmaktadır. Yatırımcıların eğitilmesi için gerekli önermeler mevcut durum düşünüldüğünde bireysel yatırımcıların irrasyonel davranışlarını tamamen ortadan kaldıracabilecek çözümler değildir. Dolayısı ile insan davranışlarını standartlaştırmak değil bütünleştirmek önemlidir. Bu amaçla yapılabilecek en önemli çalışma, toplumlara birikimin değerinin, yatırımın anlamının, yatırımcı olunduktan

sonra değil, çocukluktan başlayarak kavratılmasıdır. Bu tür bir eğitim özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomilere büyük katkılar sağlayabilir.

KAYNAKÇA

Alonso Aurora ve Rubio Gonzalo. “Overreaction in the Spanish Equity Market”, **The Journal of Banking and Finance**, Cilt: 14, 1990, ss. 469-481.

Ariel, Robert A. “High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes”, **The Journal of Finance**, Cilt: 45, Sayı: 5, 1990, ss. 1611-1626.

Barak, Osman. **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2008

Barak, Osman. “İMKB’ de Gözlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Sayı: 10, 2008, ss. 207-229.

Bernstein, William. **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Birinci Basım, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2005.

Bernstein, Peter L. **Tanrılara Karşı Riskin Olağanüstü Tarihi**, 2.Baskı, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2006.

Bikhchandani, Hirshleifer ve Ivo Welch. “Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades”, **The Journal of Economic Perspectives**, Cilt: 12, Sayı: 3, 1998, ss. 151-170.

Bildik, Recep. “Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma”, **İMKB Yayınları**, Sayı: 27, İstanbul, 2000, ss. 14-15.

Black, Fischer. “Noise” , **The Journal Finance**, Cilt: 56, Sayı: 3, 1986, ss. 529-543.

Bolak, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1994.

Bostancı, Faruk, **Davranışsal Finans**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2004.

Canbaş, Serpil ve Y. Serkan Kandır. “Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerine Etkisi”, **D.E.Ü İ.B.B.F Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 2, 2007, ss. 230-235.

Cornicello, Giuseppe. **Behavioural Finance and Speculative Buble**, Universita Commercial Luigi Bocconi E.T., Milano, 2003

Demireli, Erhan. “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, **D.E.Ü İ.B.B.F Dergisi**, Cilt: 8, 2008, ss. 215-241.

De Bondt, James Brandford. “**Herding in Analyst Earnings Forecasts: Evidence From The United Kingdom**”, *European Financial Management*, 1999, ss. 143-163.

De Bondt, Werner ve H. Richard Thaler. “Does Stock Market Overreact?”, **The Journal of Finance**, Cilt: 55, Sayı: 3, 1985, ss. 793-808.

De Costa, Neon. “Overreaction in the Brazillian Stock Market”, **The Journal of Banking and Finance**, Cilt: 18, 1994, ss. 633-642.

Dow, James ve Gary Gorton. “Noise Trading Delegated Porfolio Management and Economics Welfare”, **The Journal of Political Economy**, Cilt: 105, 1997, ss. 124.

Döm, Serpil. **Yatırımcı Psikolojisi**, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003.

Espahbodi, Dugar ve Hassan Tehranian. “Further Evidence on Optimism in Analysts: Forecasts”, **The Journal of Finance**, Sayı: 10, 2000, s. 2.

Eugene, F. Fama. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Cilt: 25, Sayı: 2, 1970, s. 388.

Fischhoff, Baruch. “Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement under Uncertainty”, **The Journal of Experimental Psychology**, Cilt: 1, 1975, ss. 288-299.

Frankfurter, George ve Elton Mcgoun. “Market Efficiency or Behavioural Finance: The nature of Debate”, **The Journal of Psychology & Financial Markets**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000, ss. 200-211.

French, Kenneth R. “Stock Returns and the Weekend Effect”, **The Journal of Financial Economics**, Sayı: 15, 1980, ss. 55-69.

Greciela, L.Kaminsky. “Financial Markets In Times of Stress”, **NBER Working Paper Series**, Sayı: 8569, 2001, ss. 5.

Harris, Lawrence. “A Transaction’s Data Study of Weekly and Intradaily Patterns In Stock Returns”, **The Journal of Financial Economics**, Cilt: 25, 1986, ss. 99-117.

Hong, Harrison ve C.Stein Jeremy. “A Unified Theory of Underreaction Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets”, **The Journal of Finance**, Cilt: 54, Sayı: 6, 1999, ss. 2144-2150.

Kahneman, Daniel ve Mark W. Riepe. “Aspects of Investor Psychology”, **The Journal of Portfolio Management**, Sayı: 3, 1998, ss. 52-60.

Kahneman, Daniel ve Amos Tversky. “Choices, Values, and Frames”, **American Psychologist**, Cilt: 34, 1984, ss. 341-350.

Kahneman, Daniel ve Amos Tversky. “Judgment Under Uncertainty : Heuristics and Biases”, **Science New Series**, Cilt: 185, Sayı: 4157, 1974, ss. 263-291.

Kahneman, Daniel. “Mapping Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice”, **The American Psychological Association**, Cilt: 58, Sayı: 9, 2003, s. 462-700.

Karan, Mehmet. “İMKB’de Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satış ve Pazar Değeri/Defter Değeri Oranı Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Analiz”, **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar İşletme ve Finans Yayınları**, Cilt: 4, 1996, ss. 71-92.

Karan, Mehmet. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001.

Kocaman, Berna. “Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler”, **İMKB Araştırma Yayınları**, Sayı: 5, İstanbul, 1995, s. 9.

Mehra, Rajnish ve Elvis Prescott. “The Equity Premium: A Puzzle”, **The Journal of Monetary Economics**, Cilt: 15, 2000, ss. 145-161.

Montier, James. **Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets**, **John Wiley&Sons Lrd**, London, 2002.

Nofsinger, John. **Investment Madness: How psyhology Affectes Your Investing and What to Do About It**, Financial Times-Prentice Hall, USA, 2004, ss. 15-114

Öçal, Tezer ve Ö. Faruk Çolak. **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999.

Özmen, Tahsin. “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayını**, Sayı: 61, 1997, Ankara, s. 11.

Parasız, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 4. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005.

Perşembe, Ali. **Teknik Analiz Mi Dedin? Hadi Canım Sende!**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2004

Russel, J.Fuller. “Behavioral Finance and Sources of Alpha”, **The Journal of Pension Investing**, Cilt: 2, Sayı: 3, 1998, ss. 145-165.

Sarıkamış, Cevat. **Sermaye Pazarları**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2000.

Shefrin, Henry. **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and The Psychology of Investing**, Harvard Business School Press, USA, 2000.

Shefrin, Henry ve Meir Statman. “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence”, **The Journal of Finance**, Cilt: 40, 1984, ss. 777-790.

Taha, Hamdi. “Belirsizlik Açıklayan Kelimelerin Belirsizlik Dereceleri”, **Uludağ Üniversitesi İ.B.B.F Dergisi**, Cilt: 50, Sayı: 2, 1989, s. 106.

Taner, Berna ve Cenk Akkaya. “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, **D.E.Ü İ.İ.B.F Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 27, 2005, s. 47.

Terrance, Odean. “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses”, **The Journal of Finance**, Sayı: 53, 1998, ss. 1775-1798.

Tufan, Ekrem. **Davranışsal Finans**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2008.

Ülkü, Numan. “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 17, 2001, s. 114.

Yörük, Nevin. **Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000.

EKLER

EK 1: Bireysel Yatırımcı Anketi

1.Cinsiyetiniz

Bay Bayan

2.Lütfen yaş grubunuzu seçiniz:

25 yaş altı

26–35 arası

36–50 arası

51–64 arası

65 ve üstü

3.Eğitim durumunuz:

İlkokul

Ortaokul

Lise

Üniversite

Master/Doktora

4.Kaç yıldan bu yana hisse senedine yatırım yapıyorsunuz?

1 yıldan az

1-2 yıl arası

3-5 yıl arası

5 yıldan fazla

5.Genellikle portföyünüzde kaç şirketin hisse senetleri bulunur?

1

2

3

4

5-9

10-15 arası

6.Yatırım yaptığınız senetlerini ihraç eden firmada siz ya da bir yakınınız çalıştı mı?

Evet

Hayır

7.Bölgenizde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapıyor musunuz?

()Evet ()Hayır

8.Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerini tercih ediyorsunuz?

()Hisse senedi ()Döviz
()A tipi yatırım fonu ()Hazine Bonosu
()B tipi yatırım fonu
()Diğer (lütfen belirtiniz).....

9.Hisse senedi piyasasını yakından takip ediyor musunuz?

()Evet, çok yakından
()Evet, genellikle
()Bazen yakından takip ediyorum
()Ara sıra; çok yakından değil
()Hiç izlemiyorum

10.Hisse senedi yatırımlarınızı hangi sıklıkla gözden geçirirsiniz?

()Her gün () Birkaç ayda bir
() Birkaç günde bir () Fikrim yok
() Haftada bir () Düzenli olarak ,fakat belirli periyod veremem
() Ayda bir

11.Hisse senetleri alımında göz önünde bulundurduğunuz temel faktör nedir?

() Risk
() Getiri oranı
() Portföyü çeşitlendirerek riski azaltma
() Diğer(lütfen belirtiniz).....

12.Yatırımlarınızı yönlendiren temel bilgi kaynaklarınız nelerdir?

- Yatırım yapan diğer arkadaşlar
 Aracı kurumlar
 Süreli yayınlar(gazete, finans ve ekonomi dergileri, şirket raporları vs.)
 Ekonomi ile ilgili TV kanalları
 Diğer(lütfen belirtiniz).....

13.Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir?

- Faiz oranları
 Döviz kurları
 Alınan tüyolar
 Aracı kurum yönlendirmeleri
 Temel analiz
 Teknik analiz
 Siyasi istikrar
 Diğer(lütfen belirtiniz).....

14. Hisse senetlerinizi ortalama elde tutma süreniz nedir?

- 1 haftadan az
 2-4 hafta arası
 31-60 gün arası
 61-90 gün arası
 91-120 gün arası
 181 günden fazla

15. Krizlerin olduğu tarihlerde portföyünüzde hisse senetlerinin oranı neydi?

- %25'in altında
 %25-%49 arasında
 %50-%74 arasında
 %75-%100 arasında

16.Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkla yönlendiriliyorsunuz?

- Çok sık
 Genellikle
 Bazen
 Nadiren
 Hiçbir zaman

17.“Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılıyor musunuz?

- Kesinlikle katılıyorum
 Katılıyorum
 Fikrim yok
 Katılmıyorum
 Kesinlikle katılmıyorum

18.Gazetelerde açıklanan en çok kazandıran ve en çok kaybettirenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulunduruyor musunuz?

Çok sık Genellikle Bazen Nadiren Hiçbir zaman

19.A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve C hisselerine yatırım yapmayı düşündüğünüzü, ancak nakdiniz olmadığını varsayalım. Bu durumda C hisselerini alabilmek için bu hisselerden birini satmak durumunda olduğunuzu düşünelim. A hisselerinin %20 getiri sağlarken, B hisseleri%20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

B:%20 kaybettiren A:%20 kazanç sağlayan

20. Aşağıdaki durumla karşı karşıyasınız:

Bir ay önce 50 TL ye aldığımız bir hisse senedi bugün 40 TL ye düştü. Bir ay sonra hisse senedi fiyatı yaklaşık olarak 10 TL artıp 50 veya 10 TL azalıp 30 da olabilir. İki ihtimal de muhtemeldir. Olasılık yarı yarıyadır.

Hisse senedini hemen sat, 10 TL lik kaybı göze alarak

Hisse senedini bir ay daha tut, 10 TL lik kazanç elde edebilme ihtimali % 50

21. Şu durumun olduğunu varsayalım: Geçen iki yıl boyunca, ciddi bir şirketin hisse senedi fiyatı % 70 arttı ve gelecekte de artış bekleniyor. Bu veriyi nasıl değerlendirirsiniz?

Hisse senedi, almaya değerdir.

Bilgi hisse senedi almak için yeterli değildir.

Hisse senedi, almaya değmez.

22.Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarınızda ki rolü nedir?

Çok önemli Önemli Orta Çok az Hiç önemli değil

23. Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle eski yüksek düzeyine döner görüşüne katılıyor musunuz?

- Kesinlikle katılıyorum Katılmıyorum
 Katılıyorum Kesinlikle katılmıyorum
 Fikrim yok

24. Borsanın aşağı yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır görüşüne katılıyor musunuz?

- Kesinlikle katılıyorum Katılmıyorum
 Katılıyorum Kesinlikle katılmıyorum
 Fikrim yok

25. Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine (satma kararına) ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? ” kayıp sadece geçici bir durum, hisse yeniden değer kazanacaktır. En azından hisseyi satın aldığım fiyata gelinceye kadar beklemek daha doğru olur”

- Kesinlikle katılıyorum Katılmıyorum
 Katılıyorum Kesinlikle katılmıyorum
 Fikrim yok

26. En son yaptığımız ve yanlış olduğunu düşündüğümüz işlem kararında (hisse alımı ya da satımı) rol oynayan kimdir?

- Kendi analiziniz ve değerlendirmeniz sonucunda
 Aracı kurum yönlendirmesi sonucu
 Diğer arkadaşlar ve meslektaşlar yönlendirmesi sonucu
 Şans faktörü
 Diğer (lütfen belirtiniz).....

27. Geçtiğimiz yıllarda yaşanan krizlerle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisine katılıyorsunuz?

- Krizin olacağı belliydi
- Krizin olacağı önceden kesinlikle bilinmezdi
- Fikrim yok

28. İMKB indeksinin oynaklığının temel nedeni sizce hangisidir?

- Büyük yatırımcıların piyasayı, istedikleri gibi yönlendirmeleri
- Ekonomik istikrarsızlık
- Politik istikrarsızlık
- Diğer(lütfen belirtiniz).....

29. Sizce bir hisse senedinin aşırı değer kazanmasında en önemli etken nedir?

- Medyadaki haberler
- Analizcilerin tahminleri
- Yatırımcılardaki aşırı güven
- Şirketlerin kazançları ve karlılıkları
- Toplu davranışlar, örneğin çoğunluğu takip eden özel yatırımcılar

30. Sizce genel olarak borsadaki(endekslerdeki) düşüşün en önemli sebebini nedir?

- Amerika'daki ekonomik veriler
- Gelişmekte olan piyasa verileri
- Türkiye – AB ilişkilerinin yönü
- Politik risk
- Şirketlerin ekonomik durumları

31.Yatırımlarınızı en iyi tanımlayan iki alternatifi seçiniz.

-)Yüksek getiri beklediğim firmalara yatırım
-)İstikrarlı ancak daha az getiri beklediğim firmalara yatırım
-)Kurumsal firmalara yatırım
-)Yeni firmalara yatırım
-)Sektördeki öncü firmalara yatırım
-)Yabancı sermayeli firmalara yatırım

32. Son olarak, sizce, ne kadar iyi bir yatırımcısınız?

-)Vasatın altında
-)Vasat
-)Vasatın üstünde

EK 2: Kullanılan Hipotezler ve Sonuçları

Hipotez ve Sonuç

H₁= Hisse senedi piyasasını takip etme ile elde bulundurulmuş hisse senedi sayısı arasında ilişki vardır. - **Doğrulanmıştır.**

H₂= Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasındaki ilişki vardır. - **Doğrulanmıştır.**

H₃= Kazanılan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₄= “ Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşü ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₅= Gazetelerde her gün açıklanan en çok kazandıranlar ve en çok kaybettirenleri hisse senedi alım-satımında göz önünde bulundurma eğilimi ile hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₆= “Borsanın aşağı-yukarı hareketleri sırasında hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en iyi yatırım alanı borsadır” görüşü ile “Birkaç yıl içinde borsa kesinlikle tekrar eski düzeyine döner” görüşü ilişkilidir. – **Doğrulanmıştır.**

H₇= Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedini elde tutma süresi arasında ilişki vardır. –**Doğrulanmıştır.**

H₈= Borsanın eski düzeyine dönme görüşü ile hisse senedi piyasasını izleme yoğunluğu arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmamıştır.**

H₉= Bölgesel şirketlere yatırım yapma eğilimi ile yatırım yapılan hisse senedi ihraç eden firmada çalışma arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₁₀= Krizlere ilişkin görüş ile kriz döneminde portföy de bulundurulan hisse oranı ilişkilidir. – **Doğrulanmıştır.**

H₁₁= Hisse senedine yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₁₂= Hisse senedi piyasalarını izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₃= Aracı kurumlar tarafından yönlendirme düzeyi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₄= Hisse senedi yatırımları yapılırken kullanılan bilgi kaynakları ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₅= Hatalı işlem kararında rol oynayan kişi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₆= Yatırım yapma amacı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₇= İMKB endeks oynaklığının nedenlerine ilişkin görüş ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₁₈= Yatkınlık etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmıştır.**

H₁₉= Aşına olma önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır. – **Doğrulanmamıştır.**

H₂₀= Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır. **Doğrulanmamıştır.**

H₂₁= Geri görüş önyargısı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₂₂= Kriz döneminde portföyde bulundurulan hisse oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₂₃= Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım-satım kararlarındaki rolü ile cinsiyet arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmamıştır.**

H₂₄= Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile cinsiyet arasında ilişki vardır .- **Doğrulanmıştır**

H₂₅= Hisse senedi alım-satım kararı alırken göz önünde bulundurulan faktörler ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmıştır.**

H₂₆= Yatırım araçları tercihi ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmıştır.**

H₂₇= Yatırımcıların hisse yatırımı yaparken kendini değerlendirmeleri ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.- **Doğrulanmıştır.**