

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

**İMKB'DE YATIRIMCI DAVRANIŞI VE ÖRNEK BİR
UYGULAMA**

N. Derya YÜKSEL

Danışman
Doç. Dr. Göktuğ Cenk AKKAYA

2009

Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “ **İMKB’de Yatırımcı Davranışı ve Örnek Bir Uygulama** ” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

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

N. Derya YÜKSEL

İmza

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Nedret Derya YÜKSEL
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : Finansman
Tez Konusu : İMKB'de Yatırımcı Davranışı ve Örnek Bir Uygulama
Sınav Tarihi ve Saati :/...../.....

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği'nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA O OY BİRLİĞİ O
DÜZELTİLMESİNE O* OY ÇOKLUĞU O
REDDİNE O**

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir. Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir. O
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Tezin basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

İMKB' de Yatırımcı Davranışı ve Örnek Bir Uygulama

N. Derya YÜKSEL

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Finansman Programı

Ekonomi ve finans teorisinin büyük bölümü bireylerin rasyonel davrandıkları ve karar alma süreçlerinde mevcut tüm bilgileri dikkate aldıkları esasına dayanmaktadır. Bu bağlamda yıllar boyunca birçok ekonomi ve finans teorisi geliştirilmiş ve modeller üretilmiştir. Bununla birlikte, önemli sayıdaki araştırmada bireylerin sıkça rasyonel hareket etmedikleri, dolayısıyla finansal modellerin birçok durumda piyasaya uymadığı ortaya çıkmıştır. Bu noktada davranışsal finans gelişerek boşluğu doldurmuş ve insanların rasyonel davranış kalıplarının dışına çıkmasının nedenlerini, sonuçlarını ve finansal kararlara etkilerini inceleme konusu yapmıştır. Davranışsal finans yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ve alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcının tatmin olduğu kararlar olduğu varsayımlarını geliştirmiştir.

Son yıllarda, büyük bir gelişme göstermiş olan davranışsal finansın, gelecek dönemlerde de önemini koruyacağı düşünülmektedir. Çünkü, insanların baş rol oynadıkları finans piyasalarında başarı, insan davranışlarının belli kalıplar içerisinde oturtulmaya çalışılması ile değil, bu davranışların gerçekten anlaşılması ve ilgili modeller geliştirilmesi ile mümkün olabilecektir.

Anahtar kelimeler: 1) İMKB, 2) Ekonomi, 3) Finans.

ABSTRACT
Thesis Master Degree
Investor Behaviour in İstanbul Stock Exchange (ISE) and
Example of an Application
N. Derya YÜKSEL

Dokuz Eylül University
Institute of Social Sciences
Department of Management
Finance Program

The bulk of the theory of economics and finance is based on the basis of that individuals are rational and consider all available informations during deciding process. In this context, a lot of economics and finance theories were developed and models were produced over the years. However, a considerable amount of researches has showed that individuals frequently do not behave rational and accordingly financial models do not go together with market in many cases. At this point, behavioural finance, by improving, has filled this gap and dealt with reasons and results of that people do not behave rational and affects of these reasons and results on financial decides. An assumption of behavioural finance is that investors take care not only risk and return while they are deciding investments, but also other variables. Besides, behavioural finance assumes that decisions taken are not that maximize the benefit, but are that satisfy decision maker at the best.

It is thought that behavioural finance, which has made progress in recent years, would maintain its importance in future periods as well. Because, achievement in the financial markets in which people have the main role will be able to be possible not by being in struggle for stereotyping the human behaviours, but by understanding these behaviours and developing concerned models.

Key Words: 1) ISE, 2) Business, 3) Finance.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KARARLARDA BAŞVURULAN YAKLAŞIMLAR VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1.	FİNANSAL KARAR RİSK VE BELİRSİZLİK KAVRAMLARI	2
1.1.1.	Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı	2
1.1.2.	Risk ve Belirsizlik Kavramları	3
1.2.	GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ	4
1.2.1.	Beklenen Fayda Teorisi	4
1.2.2.	Bayesçi Öğrenme Teorisi	6
1.2.3.	Etkin Piyasalar Hipotezi	6
1.3.	DAVRANIŞSAL FİNANS	9
1.3.1.	Davranışsal Finans Kavramı	9
1.3.2.	Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Önemi	11
1.3.3.	Davranışsal Finansın İlişkide Bulunduğu Davranış Bilimi Alanları	13
1.3.3.1.	Psikoloji	13
1.3.3.2.	Sosyal Psikoloji	15
1.3.3.3.	Sosyoloji	17
1.3.3.4.	Antropoloji	18
1.3.4.	Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans	20

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS

2.1.	BEKLENTİ TEORİSİ	22
2.2.	YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ	24
	2.2.1. Yatırımcıların Psikolojisini Etkileyen Faktörler	25
	2.2.1.1. Aşırı Güven	25
	2.2.1.2. Pişmanlıktan Kaçınma	27
	2.2.1.3. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme	29
	2.2.1.4. Sonradan Anlama Yanılsaması	30
	2.2.1.5. Optimizim Yanılsaması	30
	2.2.1.6. Aşırı Reaksiyon Gösterme	32
	2.2.1.7. Düşük Reaksiyon Gösterme	32
	2.2.2. Sürü Davranışı	33
	2.2.2.1. Rasyonel Sürü Davranışları	34
	2.2.2.2. Rasyonel Olmayan Sürü Davranışları	35

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1.	Araştırmanın Amacı	36
3.2.	Veri Toplama Tekniği	36
3.3.	Araştırmanın Yöntemi	37
3.4.	Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi	37
	3.4.1. Analiz ve Bulgular	37
	3.4.2. Uygulamanın Sonucu	63
	SONUÇ	64
	KAYNAKLAR	65
	EKLER	70

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1 Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılımı	38
Tablo 3.2. Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı	38
Tablo 3.3. Ankete Katılan Yatırımcıların Medeni Hallerine Göre Dağılımı	39
Tablo 3.4. Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı	39
Tablo 3.5. Yatırım Araçlarının Tercih Dağılımı	40
Tablo 3.6. Yatırım Süresinin Dağılımı	41
Tablo 3.7. Portföyde Bulunan Hisse Adedi	41
Tablo 3.8. Bölgede Faaliyet Gösteren Şirketlerin Hisse Senetlerine Yatırım Yapma Durumu	42
Tablo 3.9. Piyasaların Yakından Takip Edilmesi	42
Tablo 3.10. Yatırımların Gözden Geçirilme Sıklığı	43
Tablo 3.11. 2008 Yılından İtibaren Yaşanan Krizle İlgili Görüşler	43
Tablo 3.12. “Kamuoyu Tarafından Bilinen Şirketlerin Hisseleri İyidir” Görüşüne Katılım	44
Tablo 3.13. A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri % 20 getiri sağlarken, B hisselerinin %20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?	44
Tablo 3.14. Genel İtibariyle Borsanın Gelecek Yıllarda Yapılacak Genel Seçimlere Kadar Nasıl Bir Eğilim Göstereceği Beklentisi	45
Tablo 3.15. Hisse Senetleri Var İse Ortalama Elde Tutulma Süresi	45
Tablo 3.16. Günlük Bazda En Çok Kazandıranlar ve En Çok Kaybettirenlerin Göz Önünde Bulundurulması	46
Tablo 3.17. Aracı Kurumlar Tarafından Yönlendirilme Sıklığı	46
Tablo 3.18. En Son Yapılan Ve Yanlış Olduğu Düşünülen İşlem Kararında Rol Oynayan Faktör	47
Tablo 3.19. Bir Karar Verme Halinde Seçeneklerden Tercih Durumu	47
Tablo 3.20. Portföyün Risk Tanımı	48
Tablo 3.21. Portföy İdaresinin Profesyonel Yöneticilere Bırakılma Tercihi	48
Tablo 3.22. 2008 Yılındaki Krizde Portföyde ki Hisse Senetlerinin Oranı	49
Tablo 3.23. Yatırımlarınızı Yönlendiren Temel Bilgi Kaynaklarının Dağılımı	49

Tablo 3.24. Borsada İşlem Yaparken Göz Önünde Bulundurulanan Faktörlerin Dağılımı	50
Tablo 3.25. Riske Girme Tercihi	51
Tablo 3.26. Elindeki menkul kıymetleri sürekli alıp satarak portföyünün canlılığını sağlayan bir yatırımcı, uzun dönemde kazanmayı bekleyen bir yatırımcıdan genellikle daha karlı bir durumdadır.	51
Tablo 3.27. Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? “Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.”	52
Tablo 3.28: Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme arasındaki ilişki	53
Tablo 3.29: H1 Ki-Kare Testi	53
Tablo 3.30: Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi ilişkilidir.	54
Tablo.3.31: H2 Ki-Kare Testi	54
Tablo 3.32: Yatırım Yapma Süresi ile Cinsiyet Arasındaki İlişki	55
Tablo 3.33: H3 Ki-Kare Testi	55
Tablo 3.34: Yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki	56
Tablo 3.35: H4 Ki-Kare Testi	56
Tablo 3.36: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki	57
Tablo 3.37: H5 Ki-Kare Testi	57
Tablo 3.38: Pişmanlıktan kaçınma ile cinsiyet arasındaki ilişki	58
Tablo 3.39: H6 Ki-Kare Testi	58
Tablo 3.40: Cinsiyete göre bölgesel şirketlere yatırım yapma	59
Tablo 3.41: H7 Ki-Kare Testi	59
Tablo 3.42: Kriz beklentisi ile cinsiyet arasındaki ilişki	60
Tablo 3.43: H8 Ki-Kare Testi	60
Tablo 3.44: Kriz döneminde portföyde bulunan hisse senedi ile cinsiyet arasındaki ilişki	61

Tablo 3.45: H9 Ki-Kare Testi	61
Tablo 3.46: Borsanın gelecekteki eğiliminin ne olacağı beklentisi ile cinsiyet arasındaki ilişki	62
Tablo 3.47: H10 Ki-Kare Testi	62

GİRİŞ

Finans teorisinde makro düzeyde piyasa davranışlarının analizinde temel araştırma modeli olarak etkin piyasa hipotezi kullanılmaktadır. Diğer yandan mikro bazda risk ve belirsizlik altında yatırımcı davranışlarının ne olması gerektiği yada yatırım kararlarının nasıl alınması gerektiği Ortalama-Varyans analizine dayalı olarak geliştirilen portföy kuramı çerçevesinde incelenmektedir. Birbirinden bağımsız olarak geliştirilen bu iki araştırma kolu etkin bir sermaye piyasasında işlem gören finansal varlıkların denge fiyatlarının belirlenmesini açıklayan sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ile bütünleşmiştir.

Ortalama-Varyans analizi dayanan modern portföy kuramı insan davranışları konusunda basit varsayımlarda bulunmuştur. Bireylerin beklenen fayda teorisine göre davrandığı varsayılan Ortalama-Varyans analizine göre yatırımcılar, beklenen getiri ve risk olmak üzere iki parametreye göre belirledikleri fayda fonksiyonunu maksimize etmeye çalışırlar.

Etkin piyasa hipotezine göre, kendi fayda fonksiyonunu maksimize etmeye çalışan rasyonel yatırımcılar arasında hisse senetlerinin değerini etkileyecek bilgileri elde etmek için sürekli bir rekabet vardır. Bu nedenle belirli bir anda gözlemlenen fiyatlar, hisselerin gelecekteki değerlerinin olasılık dağılımları konusunda uzlaşmanın parasal bir ifadesi ve objektif bir tahmindir.

Etkin piyasa hipotezi, portföy kuramı ve sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli gerçek dünya koşulları ile uyuşmayan bir çok varsayıma dayanmakla birlikte, bu varsayımlardan en önemlisi iyi tanımlanmış, tutarlı bir fayda fonksiyonuna ve sınırsız istatistiksel yeteneklere sahip temsili rasyonel yatırımcı tipinin varlığıdır.

Diğer yandan piyasaların işleyişine ve finansal varlıkların fiyatlandırılmasına psikoloji biliminin insan davranışları konusundaki bulgularından yararlanarak inceleyen çalışmaların yaygınlaşması ile birlikte davranışsal finans teorisi olarak bilinen yeni bir araştırma dalı ortaya çıkmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KARARLARDA BAŞVURULAN YAKLAŞIMLAR VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1. FİNANSAL KARAR RİSK VE BELİRSİZLİK KAVRAMLARI

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 finansal karar, risk ve belirsizlik kavramları ile finansal kararları yönlendiren geleneksel yaklaşımlar hususlarında bilgiler verilecektir.

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.

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

Finansal kararları, işletmeler ve bireylerin finansal kararları olarak sınıflandırmak mümkündür. İşletmeler ve bireyler açısından finansal kararlarda, para ve sermaye piyasalarından kaynak bulma veya mevcut kaynaklardan yatırım alanlarına kaynak aktarma olarak iki boyut mevcuttur. Üretilen, edinilen fonların hangi alternatifler ve kriterler ışığında, hangi yatırım alanlarına, nasıl tahsis edileceği konularına ilişkin süreç finansal karar alanını oluşturmaktadır.

1.1.2 Risk ve Belirsizlik Kavramları

Birden fazla seçenek arasında tercih yapma sorunu olarak finansal karar alma, geleceğe yönelik bir eylemdir. Geleceğin bugünden kesin olarak öngörülemez olması ise risk ve belirsizlik kavramlarını ortaya çıkarır. Risk ve belirsizlik kavramları içerdikleri anlamın nitelikleri açısından farklılık gösterir. Risk sözcüğü olumsuz bir anlam taşıırken, 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 kararla 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

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

³ Hamdi Taha, “Belirsizlik Açıklayan Kelimelerin Belirsizlik Dereceleri”, **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt.X, Sayı.1-2 (Nisan-Kasım 1989), s.106.

bağlıdır. Belirsizlik durumunda ise, bağımlı değişkenlerin tamamı bilinmemekte ya da bağımsız değişkenlerden en az birinin değeri tanımlanamamaktadır.

1.2 GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ

Neo-klasik ekonomi düşüncesine dayanan standart finans teorisi, çok sayıda katılımcıya sahip, öngörülebilir bir sistem içerisinde alıcı ve satıcıların bir araya gelerek arz-talep ilişkisiyle fiyatların belirlendiği mükemmel bir piyasa durumunu varsaymaktadır. İnsan, akılcı ve rasyonel davranan, çevresiyle ilgili her türlü bilgiye sahip ve faydasını maksimize etmeyi amaçlayan bir varlık olarak tanımlanmıştır.

1.2.1 Beklenen Fayda Teorisi

İlk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılan ardından John Von Neumann ve Oscar Morngestren 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. Rasyonel insan veya iktisadi insan (Homo economicus) ise kendi menfaati yönünde hareket eden, kararlarını alırken faydasını maksimize etme amacı güden, duygularından arınmış hipotetik bir insanı ifade etmektedir. Beklenen fayda teorisine göre insanlar, riskli ya da belirsizlik taşıyan fırsatları onlardan beklenen yararları karşılaştırarak seçerler⁴.

Von Neumann ve Morngestren beklenen faydayı, bir kararın veya stratejinin sonucu olan her bir olası faydanın, olayın gerçekleşme ihtimali ile çarpılmasıyla bulunan değer olarak nitelendirmektedir. Buna göre her bireyin elde edeceği sonuçlardan (x) oluşan bir fayda fonksiyonunun (u) olduğu kabul edilir. Sonucunu doğuracak a eyleminin olma olasılığının p, aynı sonuca götürecek b eyleminin olma olasılığının q olduğunu farz edelim.

$$p \cdot U(x) > q \cdot U(x) \text{ ise,}$$

⁴ Philippe Mongin , “Expected Utility Theory”, **Handbook of Economic Methodology**, London, 1997, s.342-350. ceco.polytechnique.fr/chercheurs/mongin/pdf/Expected.pdf (22 Mart 2009).

Bir başka deyişle a eyleminin beklenen faydası b eyleminin beklenen faydasından fazla ise karar verici kesinlikle a eylemini tercih edecektir. Burada karar vericinin farklı olayların olma olasılıklarını bildiği ve faydasını en üst düzeye çıkararak kararı aldığı varsayılır.

Beklenen fayda teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanır⁵:

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 faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.
5. Söz konusu fayda fonksiyonu çanak seklindedir bu da "Azalan Marjinal Fayda Kuralı"nın geçerli olduğunu gösterir.

Beklenen fayda teorisi bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Yani rasyonel yatırımcı davranışlarını tanımlamaktadır. Bu teoriye karşı yapılan itirazların temelinde ise, gözlemlenen insan davranışlarının teoride tarif edilen ya da varsayılanlardan farklı olması yatmaktadır.

⁵ R. E. Bailey , "Economics of Financial Markets", Lecture Notes, 2002, Department of Economics, University of Essex, U.K., <http://courses.essex.ac.uk/ec/ec372/ec372exs.pdf> (17.04.2009).

1.2.2 Bayesçi Öğrenme Teorisi

Karar almada geleceğin belirsizliği sorununu asmaya yönelik çalışmalardan birisi de Thomas Bayes'e aittir. Kendisinde 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.

Bayesçi mantık, 18. yüzyılda yapılan bir yayımla ortaya çıkmakla beraber, kullanım alanı bulamamıştır. Modern Bayesçi anlayış ise 20. yüzyılın ikinci yarısında, Jim Savage ve Dennis Lindley'in öncülüğünde önem kazanmıştır. Özellikle 80'li ve 90'lı yıllarda güçlü bilgisayarların ortaya çıkmasıyla yayılmaya başlamış ve bilgisayar programları geliştirilmiştir.

1.2.3 Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin mevcut olan bütün bilgiyi yansıttığını, fiyatların bilgi girişiyle değişmediğini varsayar. Yani fiyat değişimleri tamamen rassaldır⁶. Etkin piyasalar hipotezi kavramı literatüre 1970 yılında E. F. Fama tarafından kazandırılmıştır. 1970'li yıllarda gelişimi hız kazanan "Etkin Piyasalar Hipotezi" menkul kıymet analizlerinde ekonomi ve finans çevrelerinde yaygın olarak kabul görmüştür. Etkin piyasa hipotezi, çıkış noktası olarak tam rekabet piyasasını göz önünde bulundurmuş ve bu piyasa kurallarını sermaye piyasalarına uyarlamıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde, eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ise, herhangi bir andaki menkul değer piyasa fiyatı o menkul değer gerçek değerine eşit olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezi belli varsayımlar üzerine kurulmuştur⁷:

1. Yatırımcının temel amacı ekonomik faydasını en çoklamaktır.
2. Yatırımcılar risk ve getiri temeline dayalı seçimler yaparlar.

⁶ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 4.Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2005, s.221.

⁷ Berna Kocaman, "Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler", **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 5, İstanbul, 1995, s.9.

3. Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
4. Yatırımcılar birbirinin aynı zaman ufkuna sahiptir.
5. Bilgi serbestçe elde edilebilir.

Eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise, herhangi bir andaki hisse senedinin fiyatı, hisse senedinin gerçek değerine eşit olacaktır. Etkin piyasalar hipotezi, temel ve teknik yaklaşımların geçersiz olduğunu ileri süren bir görüştür. Başka bir deyişle, piyasadaki menkul kıymet fiyatları tesadüfen oluşmaktadır.

Bu basitleştirici varsayımların dışında etkin piyasalar hipotezi üç temel varsayımı içermektedir⁸:

- 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 çalışmaları teorik bir yapıya oturtmuş ve pazarı etkinlik düzeyi açısından üçe ayırmıştır⁹:

- 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

⁸ A. Shleifer , **İnefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance**, Oxford: Oxford University Press, 2000, s.2.

⁹ F. Fama Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, Vol 25, No: 2, 1970, s.388. <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v25y1970i2p383-417.html> (5 Mayıs 2009)

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.

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 rasyonalitesi Fama'nın da öne sürdüğü gibi riske göre düzeltilmiş aşırı getiriler elde edilmesini imkansız 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. En yaygın olarak öne sürülen fikir, piyasada irrasyonel yatırımcıların tesadüfi olarak işlem yaptığıdır.

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

1.3. DAVRANIŞSAL FİNANS

18. ve 19. yüzyıllarda ‘Homo economicus’ iktisadi denklemlerin oluşturulması amacıyla temel insan modeli olarak ortaya konulmuştur. Her yerde ve her zamanda var olduğu kabul edilen Homo economicus, aynı zamanda üretim, tüketim ve mübadele faaliyetlerinde içinde bulunduğu süreç ve geleceğe ilişkin tam bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Homo economicus sahip olduğu bu bilgiler çerçevesinde alacağı karar ve yatırımlarında daima tutarlı ve saf akılcı hareket etmektedir.¹⁰

Aslen bir psikoloji profesörü olan Daniel Kahneman’ın insan sezgileri ve karar alma süreçleri üzerine yaptığı çalışmalar sadece psikoloji için değil ekonomi ve finans bilimleri için de önemli bir yer teşkil etmektedir. 1933 yılından beri yayında olan ve ekonomi alanındaki en prestijli akademik yayınlardan biri kabul edilen *Econometrica*’da Amos Tvesky ile ortak yayınlanan 1979 yılındaki makalesi son yirmi yılda en çok atıfta bulunulan yazılardan biri olmuştur.¹¹

1997 yılında yaşanan Asya krizi, ABD’de 2000 yılında yaşanan teknoloji veya dot.com olarak adlandırılan şirket hisselerindeki büyük çöküşler, internet üzerinden online yatırımların artması ve day-trader denilen günlük alım satım yapan bireysel yatırımcıların ortaya çıkması, konunun güncelliğini artırmıştır.

Bu başlık altında, davranışsal finans kavramına ve gelişimine, diğer davranış bilimleri ile ilişkisine ve etkin piyasalar hipotezi ile karşılaştırılması değerlendirilmelerine yer verilecektir.

1.3.1. Davranışsal Finans Kavramı

İktisat biliminin en temel dayanak noktası yatırımcıların rasyonel olduğu ve daima kendi çıkarları doğrultusunda hareket edecekleridir. Yalnız burada bir sorun var. Bu doğru değil. Yatırımcı da diğer herkes gibi çoğunlukla insan tabiatının

¹⁰ Timuçin Yalçınkaya, “Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, **Muğla Üniversitesi Tartışma Tebliği**, Working Paper No: 2004/05, s.6

¹¹ Bilgehan Yazıcı, “Davranışsal Finans”, 2002, <http://www.bilgehanyazici.com/bhvfinance/index.htm> (8 Nisan 2009)

talihsiz tutsağı olur. Benjamin Graham'ın dediği gibi “Yatırımcının en büyük sorunu, hatta en kötü düşmanı muhtemelen kendisidir.” en kötü düşmanımız kendimiz. Fakat finans iktisatçıları insanların kendilerine verdikleri finansal zararı, kısa süre öncesine kadar göz ardı ettiler.¹²

Etrafınızdaki yatırımcıları söyle bir süzgeçten geçirip kimin neden başarılı olduğunu ve kimin de neden başarılı olmadığını çözümlenmeye çalıştığımızda kazanılan ve kaybedilen tüm paraların arkasında yatan en baskın etmenin şans, zeka, yüksek teknik veya temel analiz bilgisi veya engin deneyim değil yatırımcıların davranış biçimleri olduğunu görürsünüz.¹³

Yaklaşık olarak 1970'li yıllardan beri finans, insanların akılcı davrandıkları ve gelecekle ilgili öngörülerinde tarafsız oldukları varsayımıyla hareket etmektedir. Bu bağlamda, insanların kendileri için en iyisini seçtikleri varsayımıyla, yatırımcılar için bazı güçlü araçlar üretilmiştir. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), Arbitraj Fiyatlama Modeli ve opsiyon fiyatlaması gibi fiyatlama modelleri aracılığıyla varlıkların değerlendirilmesi ve risk ve getirinin anlaşılması mümkün olabilir. Bununla beraber psikologlar, bu varsayımların kötü varsayımlar olduklarını ve insanların gelecekle ilgili öngörülerinde akılcı davranmayabileceklerini biliyorlardı. Başlangıçta, davranışsal finansa önyargılı yaklaşılımıştır. Ancak, özellikle son on yılda psikoloji ve duyguların finansal kararlar üzerindeki etkisi kanıtlanmaya başlanınca daha ikna edici olmaya başlamıştır. Günümüzde, davranışsal finansa olan ön yargılar ortadan yavaş yavaş kalkmaktadır.¹⁴

¹² William Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, Çeviri: Nesener Domaniç, Nusret Avhan, s.231

¹³ Ali Persembe, **Teknik Analiz mi Dedin? Hadi Camm Sen de**, Birinci Kitap, Scala Yayıncılık, 2001, s.17

¹⁴ Alper Ateş, **Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma**, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya, 2007, s.46

Davranışsal finans alanındaki çalışmalar iki ana konu üzerinde durmaktadır.

Bunlardan birincisi; Bilişsel Kusurlar (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik kusurlar) diğeri de bu bilişsel kusurların karar alma sürecindeki etkileridir.¹⁵

Yatırımcılar üzerinde yapılan araştırmalar yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskte kaçınmak istemelerine rağmen bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarında gerçekleştiremedikleri saptanmıştır. Buna temel gerekçe olarak ise; bilişsel kusurlar gösterilmektedir. Bu psikolojik önyargılar sonucunda, bireysel yatırımcılar, kazanan hisseleri olması gerekenden daha erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri ise çok uzun süre elde tutmakta, sürü davranışı göstermekte, kendilerine olan aşırı güvenlerinin sonuçları olarak çok sık ve zararına işlem yapmakta, aşına oldukları hisselerle duygusal olarak bağlanmakta, aşırı ve düşük reaksiyon göstermekte, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi arama ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde olmaktadır. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel kararlardan çıkmakta, bunun yerine daha çok kişinin sezgi ve hislerine dayalı alınmaktadır.¹⁶

1.3.2. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Önemi

Finans ve klasik ekonomi teorilerinde, bazı temel varsayımlar tartışılmaz kabul edilir. Örneğin, bireyler aldıkları veya alacakları bütün kararlarda, kendi çıkarlarını ön planda tutan varlıklar (homo economicus) oldukları varsayılır. Piyasalar hakkındaki bilgiler yeterince açık ve saydam ise, insanların kendi çıkarlarını bildikleri, yaptıkları tercihlerin ve aldıkları kararların rasyonel olduğu düşünülür.

Davranışçılık, 1900'li yıllardan beri psikolojide bilinen bir yaklaşım iken, davranışsal finansın temeli aslında çok yeni değildir. Adam Smith'in az bilinen bir kitabı olan Ahlaki Düşünce Kuramı'na kadar dayandırılabilir. Bu kitabında Smith, insan psikolojisine vurgu yapmaktadır ki, bunlar günümüzde davranışsal finans

¹⁵ Yakup Ergincan, "Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle MKS

Uygulamaları", <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM24.pdf>, 2004, s.1 (13 Temmuz 2009)

¹⁶ Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, İstanbul, Değişim Yayınları, 2003 ,s.xiv

tarafından geliştirilmiştir. Örneğin Smith, ...iyi bir durumdan kötü bir duruma geçtiğimizde acı çekiyoruz. Daha sonra tekrar kötü durumdan iyi duruma geçtiğimizde mutlu oluyoruz... demektedir ki bu davranışsal finasta yer alan zarar etme fobi nedeniyle riske girememe durumunu açıklamaktadır. Aynı dönemde, yarar kavramıyla neoklasik ekonomi kuramının kurulmasında önemli etkileri olan Jeremy Bentham, yararın psikolojik boyutu hakkında yayınlar yapmıştır.¹⁷

Ekonomide, dolayısıyla finasta psikoloji yaklaşımının reddedilmesiyle, yapılan bilimsel çalışmalarda, insan doğasının homo-economicus olduğu varsayımını kabul eden neoklasik devrim başlamıştır. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, bu yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiş ve dikkate alınmamıştır.¹⁸

1979'da, bir psikoloji profesörü olan Kahneman'ın insan sezgileri ve karar alma süreçleri üzerine başlattığı çalışmalar, sadece psikoloji için değil ekonomi ve finans alanında da çok önemli çığır açmıştır. Kahneman'ın yapmış olduğu bu çalışmalar davranışsal finans modellerinin temellerini oluşturmaktadır. Bu çalışmalarla, yatırımcıların rasyonel olduğu fikrini benimseyen ve seçimlerine ilişkin sistematik yaklaşımlar öneren klasik ekonomi anlayışı tartışılır hale gelmiştir. Yatırımcıların karar alırken mantıklı davranmadığı ve olasılık hesaplarını doğru yapıp buna göre kararlarını şekillendirmediği bulgulanmıştır. Yani Kahneman'ın ortaya koyduğu bulgular, yatırımcıların kararlarında, olasılık hesapları yerine kestirme yolların, psikolojik sezgilerin yada yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik yapının etkili olduğunu ortaya koymuştur.¹⁹

¹⁷ Giuseppe Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, Università Commercial Luigi Bocconi, Milano, Yüksek Lisans Tezi, 2003-2004, ss.23-24.
<http://www.finanzacomportamentale.it/files/tesi2.pdf> (18 Mayıs 2009)

¹⁸ Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, a.g.e., s.24.

¹⁹ Osman Barak, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB'de Bir Uygulama**, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s.3

Günümüzde, davranışsal finans hızla taraftar bulan ve çok sayıda yapılan bir alan olmakla kalmamış, uluslar arası düzeyde sempozyumlar ve yüksek lisans ve doktora programlarıyla da finans biliminde kendisine iyi bir yer edinmiştir.²⁰

1.3.3. Davranışsal Finansın İlişkide Bulunduğu Davranış Bilimi Alanları

Davranış bilimlerinin bir konu olarak gelişmesinin nedeni, sanayide ve diğer toplumsal kurumlarda uygulamadaki sorunları çözerken, psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi çeşitli disiplinler arasındaki geleneksel ayırımların korunmasının olanaksızlığıdır. Herhangi bir olay değişik düzeyde açıklanabilir ve diğer davranış disiplinlerinin kuram ve kavramlarını uygulamak gerekli olmuştur.²¹

Davranışsal finansın piyasalarda görülen anomalileri açıklamada kullandığı bilişsel çıkarım ve yargılarının temelleri, yine insan davranışının sosyal, toplumsal ve kültürel boyutlarını araştıran, psikoloji, sosyoloji ve antropoloji bilimlerine dayanmaktadır. Davranışsal finans ekolünün literatürel anlamda, adı geçen davranış bilimlerinin literatüründen hem başlangıçta hem de gelişim aşamasında teorik ve pratik olarak yararlandığı görülmektedir. Ayrıca Davranışsal Finans kavramının ortaya çıkışında önemli katkıları bulunan Amos Tversky ve Daniel Kahneman gibi bilim adamlarının da esasen psikoloji bilimi kökenli olduğu da bilinmektedir.²²

1.3.3.1. Psikoloji

Davranışçı finansın oluşmasında bu iki bilim dalının birbiri ile etkileşimleri ve ortak noktaları olan insan faktörünün bu bilim dallarının kendi kıstasları ve kuralları ile irdelenmesi sonucu oluşan model ve varsayımlara temel teşkil etmiştir. Dolayısıyla, psikolojideki veya daha da doğru deyişle klinik psikoloji, klinik psikolojide insan davranışlarını doğrudan anlamaya yönelik bir disiplin olarak, orada temel insan kavramı, konsepti nedir diye bakılabilir ve biraz daha ayrıntılandırmak gerekiyor. Çünkü genel psikolojinin içinde insan; algılayan, düşünen, duygulanımı olan, birtakım eylemlerde bulunan bir varlık olarak incelenir, ama “içel yaşam”

²⁰ Ekrem Tufan, **Davranışsal Finans**, Orion Yayınevi, Ankara, 2006, s.29

²¹ Richard Drake, I., Peter, J., Smith, **Sanayide Davranış Bilimleri**, İşletme Fakültesi Yayınları No:218, Çeviren: Kemal Tosun, İlhan Erdoğan, Fulya Akar ve diğerleri, İstanbul,1990, s.19

²² Ateş, a.g.e. s.52

dediğimiz iç dünyası çok fazla ele alınmaz. Psikolojinin ana paradigmaları, çağdaş paradigmaları daha çok davranışçılık olduğu için gözlemlenebilir, tekrar kontrol edilebilir, test edilebilir, inceleme ve araştırmaya elverişli yanı, psikolojik yanı ele alındığı için “iç yaşam” dediğimiz içel yaşam daha çok psikanalizin konusu olmakta.²³

Psikolojinin ilgilendiği alanlardan birisi de *düşünme ve düşünme sürecidir*. Davranışsal finans ile yakınlığı bilişsel psikoloji ve düşünme süreçleri üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Akli anlamaya yönelik çalışmaların çerçevesini bilgilenme süreci oluşturur. Algı, öğrenme, sorun çözme, hafıza, dikkat, dil ve duygu psikolojinin başlıca ilgi alanlarıdır. Dolayısıyla, yatırım kararı alan yatırımcıların, karar alma süreçlerinde etkilendikleri olay ve olgular psikoloji biliminin ilgi alanına girmektedir. Bununla beraber, kişilik de psikolojinin ilgi alanı içindedir. Aktif, pasif, sakin, çabuk karar veren-vermeyen kişilik özellikleri davranışsal açıdan anlam ifade ettiği gibi, karar vericinin davranışsal boyutuna da gönderme yapmaktadır.²⁴

Psikoloji esas olarak bireysel farklılıklar (örneğin, zeka, tutumlar) ve süreçler (örneğin, algılama, motivasyon) üzerinde durur. Psikologlar, kişilik yapısını ve belirli bir durumda insanların davranışlarını tahmin etmek ve insanları birbirinden ayırtmak için kullanılabilecek kişilik öğelerini incelerler.²⁵

Psikolojide, özellikle bilişsel psikolojide, insanların eldeki bilgiyi bilinçli ve rasyonel şekilde kodlayan ve yorumlayan bir sistem olduğu varsayılmaktadır. Ancak, diğer faktörlerinde, daha az olmakla birlikte, insan davranışlarını sistematik bir şekilde yönlendirdiği de varsayılmaktadır. Bu faktörler, ekonomi teorisindeki son gelişmeler içerisine giren daha kompleks bir bakış açısıdır. Bu bakış açısı; iç teşviklerin insan davranışlarını şekillendirdiği bakış açısıdır.²⁶

²³ Cengiz Güleç, “Homo Economicus, Psikiyatri, İktisat ve Ötesi”, **İktisat Dergisi**, Eylül 2004, Sayı:453, s.3

²⁴ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.45

²⁵ Drake, **Sanayide Davranış Bilimleri**, a.g.e., s.21-22

²⁶ Barak, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama**, a.g.e., s.68

Finansal riske davranışsal yaklaşımda Lo²⁷, riski azaltma anlamında fiyat, zarar etme anlamında olasılık ve riskten ne kadar sakınılacağı anlamında tercihlerden söz etmektedir. Finansta riske yaklaşım konusunda oluşturulan analitik modellerde, fiyat ve olasılık üzerinde durulmuş, ancak tercihlere önem verilmemiştir. Psikoloji, iste bu konuda devreye girmekte ve tercihler üzerinde etkili olan faktörleri incelemektedir. Böylece, finans ve psikoloji disiplinleri birbirine yaklaşmış ve davranışsal finans yaklaşımı ortaya çıkmıştır.

1.3.3.2. Sosyal Psikoloji

Sosyal psikoloji, bir bireyin davranış, duygu ve düşüncelerinin diğer kimselerin davranış ve özelliklerinden nasıl etkilendiğini ya da belirlendiğini inceleyen bir bilim dalıdır. Bireyler içlerinde buldukları toplumda birden fazla statüye sahiptirler. Bir kişi ailede baba, işyerinde yönetici, arkadaş grubunda yaşlı olabilir. Herhangi iki birey birbirinden oldukça farklı güdü ve karaktere sahip olsa bile onların gözlenebilir davranışları aynı statüde olmaları halinde benzer olacaktır. Mesela doktorların kişilikleri farklı olmasına rağmen gözlemlenen davranışları birbirine çok benzer.

Sosyal psikoloji toplumsal şartların insanlar üzerindeki etkisini araştıran bilim dalıdır. Bu alanda araştırma yapanlar genellikle psikolog veya sosyolog'lardan oluşmaktadır. Buna rağmen bütün sosyal psikologlar hem birey hem de topluluk bazında çalışırlar. Benzerliklerine rağmen iki alan amaçları, yaklaşımları, yöntemleri ve terimlerinde farklılaşırlar. Biyofizik ve kavrama psikolojisi gibi sosyal psikoloji de disiplinler arası bir alandır.²⁸

Davranışsal finansın, öne sürdüğü insanların akılcı davranmayabilecekleri olgusu, sosyal psikoloji tarafından da desteklenmektedir. Örneğin, ...çok sınırlı bilgi ve ipucuna dayanarak başkalarına ilişkin izlenimler oluşturma, insanlarda önemli bir evrensel eğilimdir. Buna dayanarak, yatırımcıların da yeterli bilgi sahibi olmadıkları

²⁷ Andrew Lo, **Behavioral Finance: The Science of Psychology**, Fall 1999, s.8
http://introduction.behaviouralfinance.net/vol5_text.pdf (27.05.2009)

²⁸ http://tr.wikipedia.org/wiki/Sosyal_psikoloji (14.06.2009)

hisse senetlerine sadece ilk izlenimlerinin olumlu olması nedeniyle yatırım yapabileceklerini söyleyebiliriz.²⁹

Yatırımcılar, piyasa ile ilgili aldıkları haberleri kendilerine göre yorumlamakta ve kararlar vermektedirler. Burada, algılama durumu devreye girmektedir. Algıyı, kişilerin çevreleri ile ilgili bilgiyi (uyarıyı) duyma, anlama ve değerlendirme süreci olarak tanımlamak mümkündür. Algı, duyu organlarından gelen verilerin (bilgi, uyarı) organize edilmesi ve onlara anlam verilmesi ile ilgili süreci ifade etmektedir. Burada önemli olan, kişinin göstereceği davranışı, bu davranışa sebep olan uyarının algılanma şeklinin etkilemesidir. Dolayısıyla, iki farklı kişi aynı uyarıyı/bilgiyi farklı algılayabilir. Algılardaki bu farklılığın sebepleri, kişilerin sahip oldukları değer yargıları, amaç ve hedefleri, gereksinimleri, içinde yetiştikleri kültürel ortam, bilgileri, hisleri, geçmişteki deneyimleri ve hatta fiziksel özellikleri gibi faktörler tarafından etkilenmektedir. Bu faktörleri içsel ve dışsal faktörler olarak sınıflandırmak mümkündür.³⁰

Dışsal faktörler: Uyarıcılar arasındaki nispi farklılıklar, uyarıcının yoğunluğu, uyarıcının hareketliliği, tekrarlama, bulunulan ortama göre cismin/uyarıcının farklı olması, yenilik ve benzerlik, statü ve genel görünüş.

İçsel faktörler: Algılayanın kişiliği (içe dönük, dışa dönüklük, diğer kişilik özellikleri), gereksinimler ve bireysel motivasyon ve amaçlar.

Günümüzde psikolojinin, diğer bilim dalları ile birlikte işletme yönetimine kazandırdığı uygulama-araştırma disiplinleri arasında yer alan ve özel bir sosyal bilim dalı olma yoluna giren sosyal psikoloji, davranış bilimlerinin temel dalları arasında yer almaktadır.³¹

²⁹ Tufan, **Davranısal Finans**, a.g.e., s.46

³⁰ Tamer Koçel, **İşletme Yöneticiliği**, Beta Yayıncılık, Eylül 2003, İstanbul, 9.Basım, ss.532-533

³¹ İlhan Erdoğan, **İşletmelerde Davranış**, İşletme Fakültesi Yayın No:272,Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri, İstanbul, 1997, s.25

1.3.3.3. Sosyoloji

Sosyoloji, sosyal bilim dallarından birisidir. Uzun bir geçmişi olan bu disiplinin temel amacı insan toplumunun yapısını, kişiyi grup içerisinde tutan faktörleri araştırmak ve sosyal yaşantıdaki değişimleri saptamaktır.³²

Sosyoloji, çevremizdeki insanları, onların hasretlerini, düşlerini, kaygılarını ve acılarını daha iyi anlamamızı sağlar. Empati yeteneğini güçlendirir. Öteki toplumlar ve gruplar hakkında bilgimizi artırır. Bunun yanında sosyoloji, ekonomik birimler arasındaki toplumsal ilişkinin incelenmesine odaklanır.³³

Öte yandan toplumsal davranış türleri **Weber** tarafından dörde ayrılmaktadır:³⁴

Amaçla ilgili rasyonel davranış: Kişinin dış dünyada nesnelere ve insanların davranışları ile beklentilerde bulunması ve bu beklentilerini akılcı şekilde ölçüp, biçerek, kendi belirlediği amaca ulaşabilmek için birer araç olarak kullanması veya amaca ulaşabilmek için birer araç olarak kullanması veya amaca ulaşması için koşulları değerlendirmesidir.

Değerle ilişkili rasyonel davranış: Kişinin bir davranışı, sırf ahlaki, estetik yada dini bakımdan taşıdığına inandığı değerlerden dolayı sergilemesi ve bunu yaparken de davranışın doğuracağı sonuçları dikkate almasıdır.

Duygusal davranış: Anlık duygusal tutum ve heyecanlarla yapılan davranıştır. Duygusal davranış, alışılmamış yani günlük olmayan bir tahrike karşı, kendi kontrolünü kaybederek yapılmış tepki halinde kendini gösterebilir.

Geleneksel davranış: Kişinin yerleşik alışkanlıklara göre davranmasıdır. Alışkanlıklardan kaynaklanan davranışlar, bu davranış tipine daha yakındır.

Sosyoloji bilim dalının, davranışsal finans ile olan ilişkisini ortaya koyan diğer açıklamalar ise şöyledir:

³² Erdoğan, **İşletmelerde Davranış**, a.g.e., s.6

³³ Veysel Bozkurt, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd., Ocak 2004, s.17.

³⁴ Bozkurt, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, a.g.e., ss.10-11.

Modern sosyoloji, sosyal yapı içerisinde geçerli olan kuralları saptamakla kalmamakta, bu kuralların ekonomik, politik ve güncel hayata nasıl yansıtacağını da araştırmaktadır. Ayrıca, çeşitli ekonomik ve sosyal olayları araştırarak elde edilen sonuçların iş hayatında, politik hayatta ve benzeri ortamlarda nasıl kullanılabilirliği, bu sonuçların kullanılması sonucu sosyal yapıda veya bireysel davranışlarda ne tür gelişmelerin çıkabileceği de sosyolojinin çalışma alanları arasına girmiş durumdadır.³⁵

Özetle günümüzde alınan her ekonomik, politik ve sosyal kararın sosyolojik incelemeler sonucu elde edilen bilgilere dayandığını söylemek doğru olacaktır.³⁶

1.3.3.4. Antropoloji

Antropoloji, daha çok ilkel olduğu iddia edilen toplumları incelerken, sosyoloji ağırlıklı olarak modern toplumları incelemektedir.³⁷ Antropoloji geleneksel olarak dört alt gruba ayrılır:³⁸ Fiziksel yada biyolojik antropoloji, kültürel antropoloji, dil antropolojisi ve arkeoloji. İnsanlığın ilk insandan, modern insana geçiş serüvenini izleyen antropoloji, eski çağlardan bu yana, atalarımızdan gelen genler yoluyla edindiğimiz davranış şekillerini de, kültür adı altında bize aktarmaktadır.³⁹

Davranışsal finans ile antropoloji arasındaki ilişki, antropolojinin ekonomi ve sosyal yaşamı bağdaştırarak incelediği ekonomik antropoloji dalı sebebiyledir. Ekonomik antropoloji; kendi içinde şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik olarak üç alt bölüme ayrılmaktadır. Bu üç bölümü şu şekilde açıklayabiliriz;⁴⁰

Şekilcilik: Şekilci model, neoklasik iktisatla bağlantılıdır ve ekonomiyi kıtlık koşulları altında yarar maksimizasyonu çalışması olarak tanımlamaktadır. Robbins ekonomi bilimini, kıtlık ve amaçlar arasındaki alternatiflerin kullanılması anlamında

³⁵ Erdoğan, *İşletmelerde Davranış*, a.g.e., s.18

³⁶ Erdoğan, *İşletmelerde Davranış*, a.g.e., s.28

³⁷ Bozkurt, *Değişen Dünyada Sosyoloji*, a.g.e., s.20

³⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Antropology#Branches_of_anthropology (22.06.2009)

³⁹ Tufan, *Davranışsal Finans*, a.g.e., s.53

⁴⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_anthropology(22.06.2009)

ilişkinin kurulmasında, insan davranışlarını inceleyen bir bilim olarak tanımlamaktadır. Bu anlamda su varsayımlar yapılmaktadır.⁴¹

- Bireyler, alternatifler arasından seçim yaparak yarar maksimizasyonu yapmaya çalışırlar ve daima kendileri için en iyi olanı seçerler.
- Bireyler, maliyet ve elde edecekleri yararı ölçebilecekleri tüm bilgiyi kullanarak, akılcı davranırlar. Bunun yanında, harcadıkları zaman ile fırsat maliyetlerini de göz önüne alırlar ve diğer yarar maksimizasyonu çabalarına girerler.
- Bireyler, sonsuz gereksinimler sahipken, kıtlık koşullarında yasarlar.
- Bireylerin yarar maksimizasyonu çalışmaları, marjinal değer azalması prensibine dayanır. Bu prensibe göre, belirli bir mal yada hizmetten daha fazla elde etmek, ondan türetilen belirli bir noktanın üzerinde yarar elde edilmiş olacak ve yarar azalmaya başlayacaktır. Örneğin, bitkilere yeterli su vermek onların büyümelerine neden olacak, ancak gereğinden fazla su vermek onları kurutacaktır.

Gerçekçilik: Gerçekçilik yaklaşımı ilk kez Polanyi tarafından yazılan Büyük Dönüşüm adlı çalışmayla ortaya atılmıştır. Buna göre, ekonomi iki anlama sahiptir:

- Ekonomi, kıtlık ortamında alternatifler arasından akılcı seçim yapmak anlamında akılcı davranma ve karar verme mantığıdır.
- Gerçekçilik, ne akılcı karar vermeyi ne de kıtlık koşullarını dikkate almaz. Gerçekçilik, sadece insanın sosyal ve doğal ortamda nasıl yaşadığıyla ilgilenir. Bir toplumun yaşam stratejisi, onun çevre ve materyal koşullarına adaptasyonu olarak görülür ve bu süreç yarar maksimizasyonunu içerir veya içermeyebilir.

Gerçekçilik, piyasa mekanizmasının işlemediği ekonomilerde geçerli değildir. Örneğin planlı ekonomilerde bireyler, ekonomik kardan çok sosyal ilişkiler, kültürel değerler, ahlak, siyaset ve dine önem vermektedirler.

⁴¹ Drake, *Sanayide Davranış Bilimleri*, a.g.e., s.25

Kültürelcilik: Bazı antropologlar, Batı tipi ekonomik modellerin tüm dünya halkları için geçerli olacağı yargısını eleştirmektedirler. Örneğin Gudeman, yaşamın merkezinde kültürün olduğunu iddia etmektedir. Bu nedenle, yaşam ve ekonomik içerikli modellerin analizinde, değişim, para ve kardan yerelde yaşayanların ne anladıklarına göre analiz yapmak gerektiğini söylemektedir. Kültürelcilik yaklaşımı, insanların sadece kültürel altyapılarıyla değil, onların satın aldıkları mallara yükledikleri değerlerle de ilgilenmektedir.

Günümüzde çağdaş antropoloji hala basit toplumlar üzerinde durmakta ise de, antropologlar artık sanayi, sanayi firması ve bunun toplum ile ilişkisi üzerinde de çalışmaya başlamışlardır.⁴²

1.3.4. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans

Daha öncede ifade ettiğimiz gibi etkin piyasalar hipotezi sermaye piyasalarında yer alan hisse senetleri ve menkul kıymet fiyatlarının, şirketlere ilksin 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 basardı.

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.

Etkin piyasalar hipotezinin tarif ettiği rasyonel yatırımcının varlığına ilişkin sapmalar birçok kez test edilmiş ve saptanmıştır. Bu çalışmalarda Kahneman ve

⁴² Drake, *Sanayide Davranış Bilimleri*, a.g.e., s.26

Tversky'nin birçok çalışması öncü nitelikte olup, davranışsal finansa ilişkin çalışmalara alt yapı olmuştur.

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.⁴³

Deneysel psikolojinin bulgularına göre yatırımcılar, modern portföy kuramının öngörülerinin aksine yatırım alternatiflerini risk ve getirilerine göre tutarlı bir şekilde sıralayamamaktadır. Bireysel yatırımların karar süreçlerindeki bu tür yetersizlikler, modern finans teorisinin temelleri olan portföy kuramı ve sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin sorgulanmasını gerektirmektedir.

⁴³ F. Black , “Noise”, **The Journal Finance**, XLI, 3, July 1986, s.529-543.
http://en.wikipedia.org/wiki/Fischer_Black (30 Nisan 2009)

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS

2.1. BEKLENTİ TEORİSİ

Psikoloji ve Finans arasındaki köprü, Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da yayınlanan "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk" isimli makaleleri ile kurulmuş ve psikoloji biliminin insan davranışları ile ilgili bulguları ekonomi ve finans bilimlerini de etkilemeye başlamıştır. Psikoloji ile finans arasındaki ilişkinin temelini, insanların nasıl karar verdikleri ve kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğu hususları oluşturmaktadır.

Ekonomistler, genel olarak piyasa davranışının maddi güdülerden esinlendiğini ve ekonomik kararların temelinde de kişisel çıkarların ve rasyonelliğin hüküm sürdüğünü varsaymaktadırlar. Bu bağlamda rasyonellik, genel anlamda karar vericinin özel anlamda da yatırımcıların, mevcut alternatifler ve amaçlanan hedef doğrultusunda optimum seçim yapmak üzere, var olan eldeki bilgileri kullanmaları anlamına gelmektedir. Ayrıca, kişilerin ekonomik anlamda davranışlarını da dış teşviklerin şekillendirdiği varsayılmaktadır.⁴⁴

Psikolojide karar almanın bir araştırma konusu olarak ortaya çıkışı 1950'li yıllara rastlamaktadır, Edwards, 1954; Allais, 1953; Simon, 1956. Fakat söz konusu çalışmaların iktisat veya finans alanlarında uygulanabilirliğinin anlaşılması Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da "Beklenti Teorisi (Prospect Theory)" adındaki makalelerinin yayınlanması ile olmuştur. Akıldaki algısal izlerden yola çıkarak insanın subjektif yargıları ile uyumlu pozitif bir iktisat düşüncesini bağdaştırmak beklenti teorisinin savını oluşturmaktadır.⁴⁵

⁴⁴ Barak, a.g.e. s.67

⁴⁵ Ernur Demir Abaan, "Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tebliğ No: 2002/3, Ankara, 1998, s.213.

Normatif analiz, karar vermenin mantığı ve doğası ile ilgilidir. Karar probleminde rasyonel çözümler üretilmeye çalışılır. Buna karşıt olarak betimleyici analiz ise insanların inanç ve tercihlerinin ne olması gerektiği değil, ne olduğu üzerinde durur.⁴⁶ Betimleyici analiz insanların gerçekte kararlarını vermedeki davranış ve eğilimlerinin belirlenmesine ilişkindir.

Kahneman ve Tversky çalışmalarında ilk olarak beklenen fayda teorisinin varsayımlarından sapmaları incelemiş ve bu doğrultuda beklenen fayda teorisi'ni dört farklı açıdan eleştirmişlerdir.⁴⁷

- Kesinlik Etkisi: İnsanlar daha düşük getiri sağlayacak olsalar bile kesin olarak düşündükleri getirileri, kesin olarak düşünmedikleri getirilere tercih etmektedirler. Örneğin %100 olasılıkla 30 YTL ve %80 olasılıkla 45 YTL kazanma alternatifini sunan bir seçim probleminde, bireylerin çoğu, kesin getiri söz konusu olduğundan 30 YTL getiri sunan alternatifi tercih edecektir. Bu seçim problemleri, olasılıkların 4'e bölünmesi dışında bir fark olmayan bir başka seçim problemi halinde sunulduğunda, yani %25 olasılıkla 30 YTL veya %20 olasılıkla 45 YTL kazanma alternatiflerini içeren bir seçim problemi halinde sunulduğunda, bireylerin çoğu 45 YTL kazanma şansı sunan alternatifi tercih edecektir. Beklenen fayda teorisinin varsayımlarına göre, seçim probleminde böyle bir değişiklik yapıldığında, tercih sıralamasının değişmemesi gerekmektedir.

- Yansıma Etkisi: Yansıma etkisine göre getiriler arasında yapılan tercih sıralaması bu getirilerin negatif uzaydaki yansıması olan kayıplar söz konusu olduğunda terse dönüşmektedir. Örneğin %100 olasılıkla 30 YTL ve %80 olasılıkla 45 YTL kazanma alternatifini sunan bir seçim problemi ile karşılaşan bireylerin çoğu, kesin getirinin söz konusu olduğu %100 olasılıkla 30 YTL kazanma alternatifini tercih etmektedir. Bu seçim problemleri, kazanma olasılıklarının kaybetme olasılığı şeklinde değiştirilmesi durumunda, yani %100 olasılıkla 30 YTL veya %80 olasılıkla 45 YTL kaybetme alternatiflerini içeren bir seçim problemi

⁴⁶ D. Kahneman and A. Tversky , "Choices, Values, and Frames", **American psychologist**, Vol.34, 1984, s.341. <http://history.behaviouralfinance.net/> (12 Haziran 2009)

⁴⁷ K. Susan Laury and A. Charles Holt, Further Reflections of Prospect Theory, Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series, Şubat 2005, s.1 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893614, 12.07.2009

şeklinde sunulduğunda, bireylerin çoğu %80 olasılıkla 45 YTL kaybetme alternatifini tercih etmektedir.

- Çerçeveleme Etkisi: Karar verme durumunda, seçim problemlerinin sunulduğu ortamın karar vericiler üzerinde yönlendirici bir etkisi olmaktadır. Çerçeveleme etkisi, alternatifler arasında tercih yapılırken, problemin sunulmuş şekline bağlı olarak, bütüne ait bazı parçaların algılanmamasının verilen karar üzerine yarattığı etkidir. Örneğin, emeklilik fonlarının geçmiş dönemlere ait, aynı performans verilerinin farklı formatlar kullanılarak oluşturulmuş grafikler üzerinde gösterilmesi, karar vericinin vereceği karar üzerinde etkili olmaktadır.

- Ayırma Etkisi: İnsanların iki aşamalı oyunlar karşısında oyunun ilk aşamasını ihmal etmeleri, problemi yalnız ikinci aşamadan oluşuyormuş gibi değerlendirmeleri ayırma etkisi olarak adlandırılmaktadır.

2.2. YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ

İnsan psikolojisini ifade eden stres ve korku unsurları, yatırım yapan kişilerde rasyonel karar almayı engelleyen faktörler olarak gösterilmektedir. Bilindiği gibi, getiriye önleyebilecek herhangi bir belirsizlik durumu ve zarar, kişilerde endişeye, sonra da korkuya dönüşür. Yatırımcı psikolojisinde bu unsurların varlığı, istikrarlı ve yüksek bir getiriye de engelleyecektir.⁴⁸

Bilindiği gibi, yatırım kararlarını etkileyen değişkenler çok fazladır. Her değişken, her yatırımcı da aynı etkiyi yaratmamaktadır. Kimi yatırımcı, riski göze alır, yatırımlarını tek bir kıymete yatırır. Kimi yatırımcı ise, daha ihtiyatlı davranıp, farklı nitelikteki kıymetlere yatırım yapar. Karar verme konusundaki benzer hatalar ve aynı hatayı tekrarlama korkusu nedeniyle, yatırımcılar, finansal danışmanların tavsiyelerini takip etmeye başlamışlardır.

Yatırım talebini etkileyen faktörleri açıklayabilmek için, yatırımcının karar verme sürecine bakılması gerekir. Yatırımcı, rasyonel bir şekilde, yani akıl ve

⁴⁸ Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, 2006, s.614

mantığıyla mı hareket ediyor? Belli bir hisse senedini almaya mı karar veriyor? Psikolojik veya sosyolojik olarak adlandırılan başka bir takım faktörler mi devreye giriyor?⁴⁹

2.2.1. Yatırımcı Psikolojisini Etkileyen Faktörler

Yatırımcı psikolojisi, finansal piyasalarda oldukça etkili olmakla birlikte, zaman zaman gözardı edilmiş bir konudur. Gerçek hayatta yatırımcıların karar verirken kendilerine sadece ekonomik veya finansal göstergeleri rehber edinmezler, aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve olaylara bakış açıları da aldıkları kararlarda etkili olmaktadır.⁵⁰

Bu bölümde, yatırımcıların rasyonel kararlar almasını engelleyen psikolojik nedenler, yine bu psikolojik nedenler üzerine yapılmış olan araştırmalarla desteklenerek incelenmektedir.

2.2.1.1. Aşırı Güven

Bireyler, yeteneklerine ilişkin aşırı güven sahibidirler. Psikolojik bulgular, aşırı güvenin, bireylerin; bilgilerini aşırı tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmelerine ve olayları kontrol etme becerilerini abartmalarına neden olduğunu göstermektedir. Kendini kandırma teorisi, bireylerin olduğundan daha iyi (daha akıllı, daha yetenekli v.b.) olduğu yönünde düşünme eğilimidir. Bu anlamda, kendini kandırma teorisi, bireylerin kendi bilgilerinin doğruluğuna, gerçekte olduğundan daha fazla inandıklarını göstermektedir.⁵¹

Kendine inanma önyargısı, aşırı güvenin nedenidir. Yatırımcılarda sıkça görülen bir eğilim, başarılı oldukları durumda bunun kendi öngörülerinin bir sonucu olduğuna inanmaları, başarısız olduklarında ise kötü şansa bağlamaları bir kural gibi

⁴⁹ Korkmaz ve Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, a.g.e., s.614

⁵⁰ Berna Taner ve Cenk Akkaya, “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, c.27, Temmuz 2005, s.47

⁵¹ Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, a.g.e., s.61

sürekli uygulanmaktadır. Bunun sonucunda yatırımcının kendisini zeki olduğu hissine kapılmasına ve aşırı güven duygusuna sahip olmasına neden olacaktır.⁵²

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın 1998 senesinde yaptıkları bir araştırmaya göre, insanlar kendi kaynaklarından topladıkları bilgiye daha fazla değer vermektedir. İnsanlarda bulunan ilginç özellikler arasında, herkes tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğunu abartma eğilimi görülmektedir. Bu nedenle, yatırımcılar kamuya açıklanan mali tablolar gibi herkes tarafından bilinen bilgileri önemsemezken, piyasada şirketler hakkında konuşulan ve kesin olduğu bilinmeyen tüyolara daha fazla önem verirler. Doğruluğunu kesin bilmeseler bile, insanlar ellerindeki bilginin işlem yapmak için yeterli olduğunu düşünmektedirler. Aşırı güven problemi nedeniyle insanların yeni bir bilgiyi kendilerine olan güvenlerine zarar vermeyecek şekilde süzdükleri ve bazen saptırdıkları görülmüştür. Bu durum psikolojide muhafaza yanlılığı olarak açıklanmaktadır. İnsanların kafalarında şekillenen fikirleri değiştirmenin uzun zaman aldığına ilişkin birçok kanıt vardır. İnsanların kendi fikirleriyle çelişen kanıtları araştırmakta istekli davranmadıkları görülmektedir. Böyle bir kanıtla karşılaştıklarında buna ilk önce şüpheli davranış sergileyip hatta özgüvenlerini sarsacak bilgileri görmezden gelir veya en azından daha az önem verme eğilimi içinde olurlar. Bu tür nedenlerden dolayı bireyler daha önceden almış oldukları kararlarını destekleyen bilgileri normalinden daha fazla öne çıkarma ihtiyacı hissederler.⁵³

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 sansa ya da diğer bireylerin aksiyonları ile gerekçelendirme eğilimi “yükleme önyargısı” olarak tanımlanmaktadır.⁵⁴

Yükleme önyargısının yanında aşırı güvenin bir diğer unsuru da insanların daha fazla bilgiye sahip olmakla tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanmasıdır.

⁵² Nicholas Barberis, "Prospect Theory Applications in Finance" Tercüme: Mahmut Kayacık, 2007, http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein_class_07b.pdf (8 Temmuz 2009)

⁵³ Faruk Bostancı, “Davranışçı Finans” Yeterlilik Etüdü, S.P.K. Yayın No:57, Ankara, 2003, s.16

⁵⁴ Miller D.T.M ve Ross, “Self-serving Bias in Attribution of Casuality: Fact or Fiction?”, **Psychological Bulltein**, 1975, s: 213-225. <http://history.behaviouralfinance.net/> (27 Temmuz 2009)

Bu eğilim “bilgi yanılsaması” olarak adlandırılmaktadır. Herhangi bir konuda daha fazla bilgi edinme kişinin bilgisini arttırmasının ve daha iyi kararlar vermesinin yanında, her zaman faydalı değildir. Bu durum üç nedenden kaynaklanabilir, birincisi bazı bilgiler yardımcı olmadığı gibi yanlış yönlendirmeye de sebebiyet verebilir. İkincisi çoğu insan bilgiyi yorumlamak hususunda gerekli eğitim ve tecrübelere sahip olmayabilir. Üçüncüsü ise insanlar yeni bilgiyi, inançlarını ve daha önceki kararlarını destekleyecek yönde yorumlama eğilimindedir. İlk maddede ifade edildiği gibi elde edilen bilgi insanları yanlış yönlendirebilmektedir. Örneğin, bir zar atımında belirli bir rakamın gelme olasılığı 1/6’dır. Eğer son üç zar atımında 4 geldiğini öğrenirseniz seçiminizin doğruluğu konusunda sansınız nedir ?. Önceki zar atımının sonucu ne olursa olsun bireyin tahmininin doğru olma sansı her zaman 1/6’dır. Bununla birlikte insanların çoğunda verilen bu bilginin ilişkili olmasa dahi tahminlerinde etkisi olduğu gözlemlenmektedir.⁵⁵

2.2.1.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımızda hissettiğimiz acıdır.⁵⁶ 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.⁵⁷ Yapılan araştırmalar yatırımcıların zarar ederken ellerindeki hisse senetlerini satmakta isteksiz olduğunu göstermektedir. Shefrin ve Statman bu etkiyi mizaç etkisi olarak adlandırmaktadır.⁵⁸

Yatırımcılar, yatırımlarına ilişkin verdikleri kararlardan gurur duymak ya da pişmanlık duymamak için kazandıran hisse senetlerini satarken, kaybettiren hisse senetlerini portföylerinde tutmaktadır. Nakit ihtiyacının oluşması durumunda bu

⁵⁵ J.R. Nofsinger , “Investment Madness: How psyhology Affectes Your Investing... and a What to Do About it”, USA: **Financial Times-Prentice Hall**, 2004, s.15. <http://www.amazon.com/Investment-Madness-Psychology-Affects-Investing/dp/0130422002> (12 Temmuz 2009)

⁵⁶ M. Statman, “Lottery Players/Stock Traders”, **Financial Analysts Journal**, 2002. <http://www.papers.ssrn.com> (23 Temmuz 2009)

⁵⁷ William Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Birinci Basım, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2005, s.247

⁵⁸ H. Shefrin ve M. Statman, “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidance” **Journal of Finance**, C: 40,1984, S.777-790.

<http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v40y1985i3p777-90.html> (15 Ekim 2006)

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

Terrance Odean, 1987-1993 dönemini ve 10.000 yatırım hesabını kapsayan çalışmasında yatırımcıların kazanan hisse senetlerini sattıklarını, bu hisse senetlerinin izleyen yılda piyasanın ortalama %2.5 üzerinde kazandırdığını, kaybettiren hisse senetlerini ise uzun süre elde tuttıklarını, bu hisse senetlerinin izleyen yılda piyasanın ortalama olarak %1.6 altında performans gösterdiğini belirlemiştir.⁵⁹

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.". 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 itibarıyla birçok yatırımcı borsada bulunan birçok hisse senedini incelemekte ve sonrasında incelediği şirketler arasında kaybedenleri değil kazananları hatırlayarak pişman olmakta, acı çekmektedir.⁶⁰

⁵⁹ Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", **Journal of Finance**, No:53, 1998. s.1775-1798. faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/disposition/disposition.html (19 Temmuz 2009)

⁶⁰ H. Shefrin, "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and The Psychology of Investing", USA: **Harvard Business School Press**, 2000. <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (27 Mayıs 2009)

2.2.1.3. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme

Yatırımcılar, aynı seviyedeki daha tehlikesiz çeşitlendirilmiş bir portföye ya da daha az riskli, diğer şirketlerin hisse senetleri yerine, aşına oldukları hisse senetlerine yatırım yapma eğilimindedir.⁶¹

İnsanların, bildikleri şeyleri, bilmediklerine tercih ettikleri görülmektedir. İnsanların, iki riskli seçenekle karşılaştıkları zaman biraz bilgi sahibi olduklarını, bilgi sahibi olmadıklarına tercih ederler. Kazanma olasılığı eşit olan iki seçenek arasından ise, daha çok tecrübeye sahip oldukları seçeneği tercih ederler.⁶²

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’ser 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 etmiştir.⁶³

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 isi sansa bırakıyordu.⁶⁴

⁶¹ Korkmaz ve Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, a.g.e., s.618

⁶² Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, a.g.e., s.83

⁶³ Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, a.g.e., s. 315.

⁶⁴ Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, a.g.e., s. 316.

Sermayenin ve yatırımın ülke sınırlarını aştığı şu yaşadığımız dönemde, yatırımcıların büyük bir bölümünün aşına olma etkisi ile halen yatırımlarının tamamını ülkelerindeki hisse senetlerine ya da diğer yatırım araçlarına ayırdıkları, belirsizlik ve aşına olma etkisi ile yatırımlarını çeşitlendirmedikleri bilinmektedir. Aşına olma etkisinin bireysel yatırımcılarda daha da öne çıktığı bu durumda, yatırımcılar farklı ülkelerdeki hisse senetlerine ya da türev ürünlere yatırım yapmamakta, portföylerini çeşitlendirerek risklerini dağıtmamaktadırlar.

2.2.1.4. Sonradan Anlama Yanılsaması

İnsanların daha önceden anlatılmamasına karşın, gerçekleşen bir olaya ilksin 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, bilmese de 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 eğilimindedir.⁶⁵

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.

2.2.1.5. Optimizm Yanılsaması

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

⁶⁵ D. Kahneman ve M.R. Riepe, "Aspects of Investor Psychology", **The Journal of Portfolio Management**, 1998, s. 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 getirilmektedir.⁶⁶

- 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 arttırma eğilimindedirler.

⁶⁶ R. Espahbodi, A. Dugar ve H. Tehranian, "Further Evidence on Optimism in Analysts : Forecasts", **Working Paper**, 2000, s.2. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=113428 (5 Mayıs 2009)

2.2.1.6. Aşırı Reaksiyon Gösterme

Yatırımcıların bazı haberlere aşırı reaksiyon gösterdiğini ortaya koyan ilk uygulamaya yönelik çalışma De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda, piyasada uzun süre iyi haberler ve bilgiler yayılan menkul kıymetlerin normalinden daha fazla değerlendirildiğine işaret etmektedir. Aşırı reaksiyonun ne anlama geldiğinin daha iyi anlaşılabilmesi için uygun reaksiyonun tanımının açık bir şekilde yapılması gerekmektedir.⁶⁷

Piyasalara ilişkin haberlere Bayes kurallarına uygun olarak gösterilen tepkiye uygun reaksiyon denmektedir. Piyasa koşulları incelendiğinde yatırımcıların gösterdikleri tepkilerin çoğu zaman Bayes kuralları çerçevesinde olmadığı da kabul edilmektedir. Yatırımcıların yaptıkları en açık hatalardan biri, yatırım kararları alırken, en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken; temel oran bilgilerine daha az ağırlık verip, bazen de göz ardı etmeleridir. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden oluştuğu kabul görmektedir.

Kısaca özetlemek gerekirse, aşırı reaksiyon hipotezi, yatırımcıların beklenmedik ve dramatik olaylara aşırı reaksiyon gösterdiğini ileri sürmektedir.⁶⁸

2.2.1.7. Düşük Reaksiyon Gösterme

Hisse senedi piyasalarında düşük reaksiyonun varlığı ilk kez Ball ve Brown (1968) tarafından ortaya konulmuştur. Ball ve Brown (1968) 1957-1966 yılları arasında belirledikleri kriterlere uyan 261 ABD hisse senedi üzerinde yaptıkları uygulamalı çalışmada hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir. Düşük reaksiyonun psikolojik nedeninin “tutuculuk” olduğu belirtilmektedir.

⁶⁷ Serpil Canbaş ve Serkan Yılmaz Kandır, “Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi”, www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCIDUYARLILIGININ.pdf, s.6 (12 Mayıs 2009)

⁶⁸ Canbaş, Kandır, a.g.e., s.29

Ball ve Brown, yatırımcıların bazen cari kazançların içerdiği gelecek kazançlara ilişkin bilgilere düşük reaksiyon gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Bernard ve Thomas'ın (1989), Ball ve Brown'nın tespit ettiklerini destekleyen çalışmaların da kazanç duyurularını izleyen 60 günde yüksek beklenmeyen kazançlara sahip hisseler, %2 oranında piyasa ortalamasının üzerinde performans gösterirken, en çok beklenmeyen negatif kazançlara sahip hisseler ise, %2 oranında piyasa ortalamasının altında performans göstermişlerdir.⁶⁹

2.2.2. Sürü Davranışı

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 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 probleminde 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 edebilmektedir.⁷⁰

⁶⁹ Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, a.g.e., s.120

⁷⁰ Canbas ve Kandır, s. 4.

2.2.2.1. Rasyonel Sürü Davranışları

Rasyonel sürü davranışlarının piyasalarda çeşitli nedenleri bulunmaktadır. 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 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 getirmektedir.⁷¹

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.⁷²

⁷¹ S. Bikhchandani, D. Hirshleifer ve I. Welch, "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades", **Journal of Economic Perspectives**, 2000, s. 151-155. pages.stern.nyu.edu/~wgreene/entertainmentandmedia/Fads.pdf (29 Haziran 2009)

⁷² S. Bikhchandani, D. Hirshleifer ve I. Welch, s.165-170.

2.2.2.2. 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 kaldığı ve rasyonel olan kararlarını irrasyonel kararlara çevirdiği sonucuna varılmıştır.⁷³

⁷³ Döm, a.g.e., s. 146-147.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Yatırımcı davranışları, mali piyasaları yönlendiren önemli bir kavram olmasına rağmen ampirik anlamda üzerinde fazla durulmamış bir konudur. Bu çalışmanın amacı, yatırımcıların göstermiş olduğu ortak eğilimlerin belirlenmesine yöneliktir. Bu amaçla 2009 yılı İzmir ili özeli kapsamında örnek bir inceleme yapılmıştır.

3.2. VERİ TOPLAMA TEKNİĞİ

Araştırmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bireysel yatırımcılarının davranışları ve psikolojik yönelimleri belirlenmeye çalışılacaktır. Araştırma sonuçlarının değerlendirilmesinde; yapılan anket çalışmasının niteliği nedeniyle Ki-Kare (X^2) test yönteminden yararlanılmaktadır.

Araştırma kapsamında kullanılan hipotezler;

H_1 = Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme arasında ilişki vardır.

H_2 = Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi ilişkilidir.

H_3 = Yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H_4 = Yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H_5 = Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₆ = Pişmanlıktan kaçınma etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₇ = Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₈ = Kriz olacağından önceden bilinip bilinmeyeceği yönündeki görüşler ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₉ = Kriz döneminde portföyde bulunan hisse oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H₁₀ = Borsanın gelecekteki eğiliminin ne olacağı beklentisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın birincil verileri elde edilirken anket yönteminden yararlanılmıştır (Ek 1). Anket soruları, Serpil Döm'ün Yatırımcı Psikolojisi kitabındaki anket çalışmasından alınmıştır. Çalışmada söz konusu anket mali piyasaları takip eden, borsada işlem yapan bireysel yatırımcılara uygulanmıştır. Anket çalışması İzmir'de uygulanmış olup toplam 95 bireysel yatırımcıya ulaşılmıştır. Çalışmada tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır. Anket çalışması 15 Ekim ve 15 Aralık 2009 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

3.4. ANKET SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Öncelikle anket sorularına verilen yanıtların genel olarak frekans ve nispi dağılımları belirlenmiştir. Daha sonra, birbirleriyle ilişkili olarak mevcut görünümü ortaya konulmaktadır.

3.4.1. Analiz ve Bulgular

Bu bölümde; anket sorularına verilen yanıtların mutlak ve nispi dağılımı verilerek genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

Tablo 3.1 Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılımı

CİNSİYET	SAYI	YÜZDE
Kadın	30	31.6
Erkek	65	68.4
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.1.'de ankete katılan yatırımcıların cinsiyetlerine göre dağılımı verilmektedir. Buna göre katılanların %31.6'sını kadın, %68.4'ünü ise erkek yatırımcılar oluşturmaktadır. Görüldüğü üzere erkek yatırımcılar kadın yatırımcılara kıyasla borsaya daha ilgilidir.

Tablo 3.2. Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı

YAŞ GRUBU	SAYI	YÜZDE
20'den az		
20 – 25	13	13.7
26 – 30	38	40.0
31 – 40	25	26.3
41 – 50	11	11.6
51 ve üstü	8	8.4
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.2.'de ankete katılan yatırımcıların yaş gruplarına göre dağılımı gösterilmektedir. Buna göre katılanların %66.3'ünü (%40+%26.3) 26-40 yaş arası bireyler oluşturmaktadır. 20-25 yaş arası yatırımcıların %13.7'lik paya sahip olduğunu ve borsada işlem yapan yaş grupları arasında 3. sırada yer aldığını görmekteyiz.

Tablo 3.3. Ankete Katılan Yatırımcıların Medeni Hallerine Göre Dağılımı

MEDENİ HALİ	SAYI	YÜZDE
Evli	42	44.2
Bekar	53	55.8
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.3.'de yatırımcıların %55.8'ini bekar, %44.2'sini evli yatırımcılar oluşturmuştur.

Tablo 3.4. Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımı

EĞİTİM DÜZEYİ	SAYI	YÜZDE
Okur/Yazar		
İlköğretim	2	2.1
Lise	6	6.3
Üniversite	60	63.2
Master-Doktora	27	28.4
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.4. yatırımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımlarını vermektedir. Buna göre katılanların %63.2 gibi büyük bir çoğunluğunu üniversite mezunları oluşturmuştur. %28.4'lük kısmını master-doktora mezunları oluştururken, İlköğretim ve lise mezunları %8.4' lük (%2.1+%6.3) paya sahiptir.

Tablo 3.5. Yatırım Araçlarının Tercih Dağılımı

YATIRIM ARAÇLARI	SAYI	YÜZDE
Hisse Senedi	64	25.9
Mevduat	45	18.2
A Tipi Yatırım Fonu	12	4.8
B Tipi Yatırım Fonu	40	16.2
Hazine Bonosu	12	4.8
Döviz	29	11.8
Altın	34	13.8
Diğer	11	4.5
TOPLAM	247	100.0

Tablo 3.5.'de yatırımcıların hangi yatırım araçlarını tercih ettikleri gösterilmektedir. Buna göre tercih edilen yatırım araçları arasında %25.9 ile hisse senedi, %18.2 ile mevduat ve %16.2 ile B Tipi yatırım fonları ilk üç sırada yer almaktadır. Bunları Altın, Döviz, A Tipi Yatırım Fonu, Hazine Bonosu ve Diğer yatırım araçları takip etmektedir.

Tablo 3.6. Yatırım Süresinin Dağılımı

SÜRE	SAYI	YÜZDE
1 yıldan az	15	15.8
1-3 yıl arası	33	34.7
3-6 yıl arası	18	18.9
6-10 yıl arası	13	13.7
10 yıldan fazla	16	16.9
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.6.'da ankete katılanların ne kadar süredir yatırım yaptıkları verilmektedir.1-3 yıl arası %34.7, 3-6 yıl arası %18.9, 10 yıldan fazla %16.9, 1 yıldan az %15.8 ve 6-10 yıl arası yatırım yapanların oranı %13.7'dir.

Tablo 3.7. Portföyde Bulunan Hisse Adedi

ŞİRKET SAYISI	SAYI	YÜZDE
0	13	13.7
1	7	7.4
2	24	25.3
3	25	26.3
4	9	9.4
5 – 9	16	16.8
10 ve üstü	1	1.1
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.7., yatırımcıların portföylerinde kaç şirketin hisse senetlerini bulduklarını göstermektedir. %26.3 ile 3 şirket hissesi ve %25.3 ile 2 şirket hissesi bulduranlar çoğunluktadır. 5-9 arası şirket hissesi bulduranlar %16.8'dir. buradan yatırımcıların hisse senetlerinde genellikle çeşitliliği benimsediklerini anlayabiliriz.

Tablo 3.8. Bölgede Faaliyet Gösteren Şirketlerin Hisse Senetlerine Yatırım Yapma Durumu

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Evet	18	18.9
Hayır	77	81.1
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.8.'de yatırımcıların ne kadarının yaşadıkları bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapıp yapmadıkları gösterilmektedir. Buna göre, %81.1'lik çoğunluk yaşadıkları bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmamaktadır.

Tablo 3.9. Piyasaların Yakından Takip Edilmesi

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Evet	61	64.2
Hayır	34	35.8
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.9.'da da görüldüğü gibi yatırımcıların %64.2'si genel itibariyle piyasaları yakından takip etmektedirler.

Tablo 3.10. Yatırımların Gözden Geçirilme Sıklığı

GÖZDEN GEÇİRME	SAYI	YÜZDE
Hergün	35	36.9
Birkaç günde bir	19	20.0
Haftada bir	7	7.4
Ayda bir kez	8	8.4
Birkaç ayda bir	6	6.3
Fikrim yok	6	6.3
Düzenli olarak	14	14.7
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.10.'da yatırımların hangi sıklıkta gözden geçirildiği verilmektedir. Buna göre ankete katılanların %56.9'u (%36.9+%20.0) yatırımlarını birkaç günde bir gözden geçirmektedir.

Tablo 3.11. 2008 Yılından İtibaren Yaşanan Krizle İlgili Görüşler

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Krizin olacağı zaten belliydi	77	81.1
Krizin olacağı önceden bilinemezdi	8	8.4
Fikrim Yok	10	10.5
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.11.'de de görüldüğü üzere yatırımcıların %81.1'i 2008 yılında yaşanan krizin önceden belli olduğunu belirtirken, %8.4'ü önceden bilinemezdi şeklinde yanıt vermiştir.

Tablo 3.12. “Kamuoyu Tarafından Bilinen Şirketlerin Hisseleri İyidir” Görüşüne Katılım

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Kesinlikle katılıyorum	11	11.6
Katılıyorum	41	43.1
Kesinlikle katılmıyorum	5	5.3
Katılmıyorum	28	29.5
Fikrim yok	10	10.5
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.12.’de “Kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılanların oranı %54.7 iken, katılmayanların oranı %34.8’dir. Çoğunluk bu şirketlerin hisselerinin iyi olduğu görüşündedir.

Tablo 3.13. A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri % 20 getiri sağlarken, B hisselerinin %20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
A (% 20 kazandıran)	58	61.1
B (% 20 kaybettiiren)	37	38.9
TOPLAM	95	100

Tablo 3.13.’de görüldüğü gibi yatırımcılar acil bir nakit ihtiyacında kazandıran hisselerini elden çıkarma eğilimindedirler. Ankete katılanların %61.1’i kazandıran hissesini, %38.9’u ise kaybettiiren hissesini satmayı tercih etmektedir.

Tablo 3.14. Genel İtibariyle Borsanın Gelecek Yıllarda Yapılacak Genel Seçimlere Kadar Nasıl Bir Eğilim Göstereceği Beklentisi

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Yükseliş yönlü	24	25.3
Yatay	52	54.7
Düşüş yönlü	13	13.7
Fikrim yok	6	6.3
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.14.'de yatırımcıların genel olarak borsanın gelecek yıllarda yapılacak seçimlere kadar ne yönde eğilim gösterebileceği konusunda beklentileri yer almaktadır. Yatırımcıların %54.7'lik çoğunluğu yatay eğilim gösterebileceği düşüncesinde iken, %25.3'ü yükseliş ve %13.7'si düşüş beklentisindedir.

Tablo 3.15. Hisse Senetleri Var İse Ortalama Elde Tutulma Süresi

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Yok	13	13.7
1 haftadan az	3	3.2
2-4 hafta arası	14	14.7
31-60 gün	30	31.6
61-90 gün	10	10.5
91-120 gün	7	7.4
121 günden fazla	18	18.9
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.15.'de görüldüğü üzere yatırımcıların 42.1'i (%31.6+%10.5) hisse senetlerini ortalama 31-90 gün ellerinde tutmaktadır.

Tablo 3.16. Günlük Bazda En Çok Kazandıranlar ve En Çok Kaybettirenlerin Göz Önünde Bulundurulması

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Çok sık	4	4.2
Genellikle	21	22.1
Bazen	30	31.6
Nadiren	21	22.1
Hiçbir zaman	19	20.0
TOPLAM	95	100.0

Yatırımcıların %31.6'sı günlük bazda en çok kazandıran ve en çok kaybettirenleri bazen göz önünde bulundurduğunu, %20.0'si ise hiçbir zaman bulundurmadağını belirtmektedir.

Tablo 3.17. Aracı Kurumlar Tarafından Yönlendirilme Sıklığı

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Çok sık	1	1.1
Genellikle	6	6.3
Bazen	15	15.8
Nadiren	14	14.7
Hiçbir zaman	59	62.1
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.17.'de görüldüğü gibi ankete katılan yatırımcıların %62.1 gibi büyük bir çoğunluğu aracı kurumlar tarafından hiçbir zaman yönlendirilmemektedir..Buna karşın çok sık yönlendirilenler %1.1, genellikle yönlendirilenle ise %6.3'lük paya sahiptir.

Tablo 3.18. En Son Yapılan Ve Yanlış Olduğu Düşünülen İşlem Kararında Rol Oynayan Faktör

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Kendi analiziniz sonucu	40	39.2
Aracı kurum yönlendirmesi	5	4.9
Arkadaş yada meslektaş yönlendirmesi	31	30.4
Şans faktörü	19	18.6
Diğer	7	6.9
TOPLAM	102	100.0

Tablo 3.18. yatırımcıların en son yaptıkları ve yanlış olduğunu düşündükleri işlem kararında rol oynayan faktör ve/veya faktörlerin dağılımını göstermektedir. Buna göre kendi analiz ve değerlendirmem sonucu diyenlerin oranı %39.2 ile ilk sıradadır. Bunu %30.4 ile arkadaş ya da meslektaş yönlendirmesi, %18.6 ile şans faktörü, %6.9 ile diğer unsurlar ve son olarak da %4.9'luk pay ile aracı kurum yönlendirmesi takip etmektedir.

Tablo 3.19. Bir Karar Verme Halinde Seçeneklerden Tercih Durumu

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
A (% 100 ihtimalle 3000 TL)	74	77.9
B (% 80 ihtimalle 4000 TL)	21	22.1
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.19.'da yatırımcıların bir karar verme durumunda yukarıdaki iki seçenektan hangisini seçecekleri gösterilmektedir. %100 ihtimalle 3000 TL kazancı seçenlerin oranı %77.9, %80 ihtimalle 4000 TL kazancı seçenlerin oranı ise %22.1'dir. Buna göre yatırımcıların çoğu kazancı diğerine göre az olmasına rağmen riski daha düşük olan seçeneği seçmektedirler.

Tablo 3.20. Portföyün Risk Tanımı

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Düşük	31	32.6
Orta	58	61.1
Yüksek	6	6.3
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.20.'de yatırımcıların portföy risklerini nasıl tanımladıkları verilmektedir. Buna göre yatırımcıların %62.1'ı portföy risklerinin orta düzeyde, %32.6'sı düşük düzeyde, %6.3'ü ise yüksek düzeyde olduğu yanıtını vermiştir.

Tablo 3.21. Portföy İdaresinin Profesyonel Yöneticilere Bırakılma Tercihi

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Evet	49	51.6
Hayır	22	23.2
Belki	24	25.2
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.21.'de "Portföyümün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan aldığım kişisel tatmini azaltır" görüşüne katılanların oranı %51.6 iken, katılmayanların oranı 23.2'dir. Buradan yatırımcıların portföylerini yönetirken kendi başlarına hareket etmek istediklerini, hata yapma ihtimalleri profesyonel yöneticilerden yüksek olsa bile kendilerinin karar vermek istediklerini görmekteyiz.

Tablo 3.22. 2008 Yılındaki Krizde Portföyde ki Hisse Senetlerinin Oranı

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
% 25 in altında	42	44.2
% 25-49 arasında	12	12.6
% 50-74 arasında	6	6.3
%75-100 arasında	4	4.2
Hisse senedi yatırımı yapmıyordum	31	32.7
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.22.'de 2008 yılındaki krizde yatırımcıların portföylerindeki hisse senetlerinin oranı verilmektedir. Buna göre çoğunluğun krizde ya hisse senedi yatırımı yapmadığını ya da hisselerin oranını %25'in altında (%44.2) tuttukları görülmektedir.

Tablo 3.23. Yatırımları Yönlendiren Temel Bilgi Kaynaklarının Dağılımı

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Yatırım yapan arkadaşlar	37	22.6
Aracı kurumlar	16	9.8
Sürelî yayımlar	56	34.1
Tv kanalları	29	17.7
Diğer	26	15.8
TOPLAM	164	100.0

Tablo 3.23. yatırımcıların yatırımlarını yönlendiren temel bilgi kaynak ve/veya kaynaklarını göstermektedir. Bu kaynakların %34.1'ini süreli yayımlar, %22.6'sını yatırım yapan arkadaşlar, %17.7'sini Tv kanalları, %15.8'ini diğer unsurlar (borsa ile ilgili web siteleri gibi) ve %9.8'ini aracı kurumlar

oluşturmaktadır. Önceki tablolarda da görüldüğü gibi yatırımcılar aracı kurumlara pek başvurmamaktadırlar.

Tablo 3.24. Borsada İşlem Yaparken Göz Önünde Bulundurulanan Faktörlerin Dağılımı

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Faiz oranları	37	15.0
Döviz kurları	30	12.2
Yurt dışı piyasalar	30	12.2
Temel analiz	42	17.1
Teknik analiz	21	8.5
Aracı kurum yönlendirmeleri	7	2.9
Siyasi istikrar	37	15.0
Alınan tüyolar	30	12.2
Diğer	12	4.9
TOPLAM	246	100.0

Tablo 3.24. yatırımcıların borsada işlem yaparken göz önünde bulundukları faktör ve/veya faktörlerin dağılımını göstermektedir. Buna göre tercih edilen faktörlerin %17.1'ini temel analiz, %15.0'ini faiz oranları ve yine %15.0'ini siyasi istikrar gibi unsurlar oluşturmaktadır. Ayrıca alınan tüyoların bu faktörler içindeki oranı %12.2 iken, en az pay %2.9 ile aracı kurum yönlendirmelerine aittir.

Tablo 3.25. Riske Girme Tercihi

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Evet	24	25.3
Bazen	56	58.9
Hayır	15	15.8
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.25’de “Riske girmeyi sever misiniz?” sorusuna yatırımcıların verdiği yanıtlar gösterilmektedir. Buna göre yatırımcıların %58.9’u bazen cevabını verirken, %25.3’ü riske girmeyi sevdiğini, %15.8’i ise sevmediğini belirtmiştir.

Tablo 3.26. Elindeki menkul kıymetleri sürekli alıp satarak portföyünün canlılığını sağlayan bir yatırımcı, uzun dönemde kazanmayı bekleyen bir yatırımcıdan genellikle daha karlı bir durumdadır.

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Kesinlikle katılıyorum	8	8.4
Katılıyorum	37	38.9
Kesinlikle katılmıyorum	9	9.5
Katılmıyorum	32	33.7
Fikrim yok	9	9.5
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.26’da “Elindeki menkul kıymetleri sürekli alıp satarak portföyünün canlılığını sağlayan bir yatırımcı, uzun dönemde kazanmayı bekleyen bir yatırımcıdan genellikle daha karlı bir durumdadır” görüşüne yatırımcıların %47.3’ü (%8.4+%38.9) katılırken, %43.2’si (%9.5+%33.7) katılmamaktadır. Herhangi bir fikri olmayanların oranı ise %9.5’tir.

Tablo 3.27. Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? “Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.”

YANITLAR	SAYI	YÜZDE
Kesinlikle katılıyorum	20	21.1
Katılıyorum	41	43.1
Kesinlikle katılmıyorum	4	4.2
Katılmıyorum	23	24.2
Fikrim yok	7	7.4
TOPLAM	95	100.0

Tablo 3.27’de ise yatırımcıların portföylerinde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin kaybın sadece geçici bir durum olduğu ve en azından hisse senedinin satın alınan değere gelinceye kadar beklemek gerektiği görüşüne katılanlar ve katılmayanlar ifade edilmektedir. Buna göre %64.2 (%21.1+%43.1) gibi bir çoğunluk hisse senedinin eski değerine gelinceye dek beklemek gerektiğini, %28.4’ü (%4.2+%24.2) ise bu görüşe katılmadıklarını ifade etmektedirler. %7.4’ünün ise herhangi bir fikri bulunmamaktadır.

Tablo 3.28: Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme arasındaki ilişki

Yatırımlar Gözden Geçirme	Hisse Senetleri var ise ortalama elde tutma süresi							Toplam
	Yok	1 Haftadan Az	2-4 Hafta Arası	31-60 Gün	61-90 Gün	91-120 Gün	121 Günden Fazla	
Her gün	2 5,7%	0 ,0%	11 31,4%	15 42,9%	2 5,7%	2 5,7%	3 8,6%	35 100,0%
Birkaç Günde Bir	3 15,8%	0 ,0%	0 ,0%	6 31,6%	4 21,1%	2 10,5%	4 21,1%	19 100,0%
Haftada Bir	1 14,3%	0 ,0%	0 ,0%	4 57,1%	1 14,3%	0 ,0%	1 14,3%	7 100,0%
Ayda Bir Kez	1 12,5%	1 12,5%	0 ,0%	2 25,0%	2 25,0%	0 ,0%	2 25,0%	8 100,0%
Birkaç Ayda Bir	1 16,7%	0 ,0%	0 ,0%	1 16,7%	0 ,0%	1 16,7%	3 50,0%	6 100,0%
Fikrim yok	2 33,3%	1 16,7%	0 ,0%	1 16,7%	1 16,7%	1 16,7%	0 ,0%	6 100,0%
Düzenli olarak	3 21,4%	1 7,1%	3 21,4%	1 7,1%	0 ,0%	1 7,1%	5 35,7%	14 100,0%
Toplam	13 13,7%	3 3,2%	14 14,7%	30 31,6%	10 10,5%	7 7,4%	18 18,9%	95 100,0%

Tablo 3.29: H₁ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₁: Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme arasında ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	36
Ki-Kare Değeri	51,04
Anlamlılık Değeri (p)	0,06
Sonuç	P > 0,05 olduğu için H ₀ Reddedilemiyor

Araştırmada hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme sıklığı arasında ilişki olduğunu öne süren H_1 hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.30: Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi ilişkilidir.

Hisse seçimi	Hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi*					
	+KK	+K	-KK	-K	Fikrim yok	Toplam
A Hissesi	13	27	2	11	5	58
%20 Kazandıran	22,4%	46,6%	3,4%	19,0%	8,6%	100,0%
B Hissesi	65,0%	65,9%	50,0%	47,8%	71,4%	61,1%
%20 Kaybettiren	7	14	2	12	2	37
Kaybettiren	18,9%	37,8%	5,4%	32,4%	5,4%	100,0%
Toplam	35,0%	34,1%	50,0%	52,2%	28,6%	38,9%
	20	41	4	23	7	95
	20,0	41,0	4,0	23,0	7,0	95,0
	21,1%	43,2%	4,2%	24,2%	7,4%	100,0%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tablo.3.31: H_2 Ki-Kare Testi

Hipotez	H_2: Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi ilişkilidir.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	4
Ki-Kare Değeri	2,74
Anlamlılık Değeri (p)	0,02
Sonuç	P < 0,05 olduğu için H_2 Kabul

* +KK: Kesinlikle Katılıyorum -KK: Kesinlikle Katılmıyorum
+K: Katılıyorum -K: Katılmıyorum

Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi arasındaki ilişkiyi ifade eden H₂ hipotezi doğrulanmıştır. Tablo 3.30’da da görüldüğü gibi hisse senedi eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesine “Kesinlikle Katılıyorum” diyenlerin %35’i ve “Katılıyorum” diyenlerin %34,1’i kaybettiren hisse olan B Hissesi’ni elden çıkarmayı tercih ederken, “Kesinlikle Katılıyorum” diyenlerin %65’i ve “Katılıyorum” diyenlerin %65,9’u gibi büyük bir çoğunluğu kazandıran hisse olan A Hissesi’ni elden çıkarmayı tercih etmektedir. Her iki soruya da verilen yanıtlar, pişmanlıktan kaçınma etkisini destekler niteliktedir. Yani yatırımcılar kazanan hisseleri elden çıkarma eğiliminde iken; kaybeden hisseleri elde tutma, en azından satın alınan fiyata gelinceye kadar bekletme eğilimindedirler.

Tablo 3.32: Yatırım yapma Süresi ile Cinsiyet Arasındaki İlişki

Cinsiyet	Kaç yıldan bu yana yatırım yapıyorsunuz?					
	1 yıldan az	1-3 yıl arası	3-6 yıl arası	6-10 yıl arası	10 yıldan fazla	Toplam
Kadın	5 16,7%	16 53,3%	5 16,7%	3 10,0%	1 3,3%	30 100,0%
Erkek	10 15,4%	17 26,2%	13 20,0%	10 15,4%	15 23,1%	65 100,0%
Toplam	15 15,8%	33 34,7%	18 18,9%	13 13,7%	16 16,8%	95 100,0%

Tablo 3.33: H₃ Ki-Kare Testi

H ₃ : Yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	
Hipotez	
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	4
Ki-Kare Değeri	9,69
Anlamlılık Değeri (p)	0,046
Sonuç	P < 0,05 olduğu için H ₃ Kabul

Yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_3 hipotezi doğrulanmıştır. Tablo 3.32’de de görüldüğü gibi kadın yatırımcıların %30’u 3 yıldan fazla bir süredir yatırım yapmakta iken, erkeklerde bu oran %58,5’tir. Dolayısıyla erkek yatırımcıların piyasaya girişi bayan yatırımcılara göre daha eskidir denilebilir.

Tablo 3.34: Yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Yatırımları izleme sıklığı							
	Her gün	Birkaç günde bir	Hafta da bir	Ayda bir kez	Birkaç ayda bir	Fikrim yok	Düzenli olarak	Toplam
Kadın	6	6	2	4	2	4	6	30
	20,0%	20,0%	6,7%	13,3%	6,7%	13,3%	20,0%	100,0%
Erkek	29	13	5	4	4	2	8	65
	44,6%	20,0%	7,7%	6,2%	6,2%	3,1%	12,3%	100,0%
Toplam	35	19	7	8	6	6	14	95
	36,8%	20,0%	7,4%	8,4%	6,3%	6,3%	14,7%	100,0%

Tablo 3.35: H_4 Ki-Kare Testi

Hipotez	H_4: Yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	6
Ki-Kare Değeri	8,91
Anlamlılık Değeri (p)	0,179
Sonuç	$P > 0,05$ olduğu için H_0 Reddedilemiyor

Araştırmada yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H_4 hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.36: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkta yönlendiriliyorsunuz?					
	Çok sık	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir zaman	Toplam
Kadın	0 0,0%	1 3,3%	4 13,3%	6 20,0%	19 63,3%	30 100,0%
Erkek	1 1,5%	5 7,7%	11 16,9%	8 12,3%	40 61,5%	65 100,0%
Toplam	1 1,1%	6 6,3%	15 15,8%	14 14,7%	59 62,1%	95 100,0%

Tablo 3.37: H₅ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₅: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasındaki ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	4
Ki-Kare Değeri	2,08
Anlamlılık Değeri (p)	0,721
Sonuç	P > 0,05 olduğu için H ₀ Reddedilemiyor

Araştırmada aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₅ hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.38: Pişmanlıktan kaçınma ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Hisse Tercihi (1)		
	A Hissesi %20 kazandıran	B Hissesi %20 kaybettiren	Toplam
Kadın	19 63,3%	11 36,7%	30 100,0%
Erkek	39 60,0%	26 40,0%	65 100,0%
Toplam	58 61,1%	37 38,9%	95 100,0%

(1) A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri %20 getiri sağlarken, B hisselerinin %20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

Tablo 3.39: H₆ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₆: Pişmanlıktan kaçınma etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	1
Ki-Kare Değeri	0,096
Anlamlılık Değeri (p)	0,757
Sonuç	P > 0,05 olduğu için H ₀ Reddedilemiyor

Araştırmada pişmanlıktan kaçınma etkisi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₆ hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.40: Cinsiyete göre bölgesel şirketlere yatırım yapma

Cinsiyet	Yaşadığınız bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapıyor musunuz?		
	Evet	Hayır	Toplam
Kadın	2 6,7%	28 93,3%	30 100,0%
Erkek	11,1% 16 24,6%	36,4% 49 75,4%	31,6% 65 100,0%
Toplam	88,9% 18 18,9% 100,0%	63,6% 77 81,1% 100,0%	68,4% 95 100,0% 100,0%

Tablo 3.41: H₇ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₇: Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	1
Ki-Kare Değeri	4,31
Anlamlılık Değeri (p)	0,038
Sonuç	P < 0,05 olduğu için H ₇ Kabul

Araştırmada bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₇ hipotezi doğrulanmıştır. Tablo 3.40'da da görüldüğü gibi yaşadığı bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapanların %11,1'i kadın yatırımcılar iken, %88,9'u erkek yatırımcılardır. Ayrıca kadın yatırımcıların %93,3'ü bu şirketlere yatırım yapmadıklarını belirtirken, erkeklerde bu oran 75,4'tür. Buradan hareketle

erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre bölgesel şirketlere yatırım yapmaya daha eğilimli olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 3.42: Kriz beklentisi ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Kriz olacağı			
	Belliydi	Bilinemezdi	Fikrim yok	Toplam
Kadın	25 83,3%	0 0%	5 16,7%	30 100,0%
Erkek	52 80,0%	8 12,3%	5 7,7%	65 100,0%
Toplam	77 81,1%	8 8,4%	10 10,5%	95 100,0%

Tablo 3.43: H₈ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₈: Kriz ile ilgili görüşlerle cinsiyet ilişkilidir.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	2
Ki-Kare Değeri	5,29
Anlamlılık Değeri (p)	0,071
Sonuç	P > 0,05 olduğu için H ₀ Reddedilemiyor

Kriz olacağına önceden biliniyor bilinmeyeceği yönündeki görüşler ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₈ hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.44: Kriz döneminde portföyde bulunan hisse senedi ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Krizde hisse senetleri oranı					
	%25 in altında	%25-49 arasında	%50-74 arasında	%75-100 arasında	(1)	Toplam
Kadın	10 33,3%	2 6,7%	1 3,3%	2 6,7%	15 50,0%	30 100,0%
Erkek	32 49,2%	10 15,4%	5 7,7%	2 3,1%	16 24,6%	65 100,0%
Toplam	42 44,2%	12 12,6%	6 6,3%	4 4,2%	31 32,6%	95 100,0%

Tablo 3.45: H₀ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₀: Kriz döneminde portföyde bulunan hisse senedi oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	4
Ki-Kare Değeri	7,71
Anlamlılık Değeri (p)	0,103
Sonuç	P > 0,05 olduğu için H ₀ Reddedilemiyor

Araştırmada kriz döneminde portföyde bulunan hisse senedi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₀ hipotezi doğrulanamamıştır.

Tablo 3.46: Borsanın gelecekteki eğiliminin ne olacağı beklentisi ile cinsiyet arasındaki ilişki

Cinsiyet	Borsa eğilimi				
	Yükseliş	Yatay	Düşüş	Fikrim yok	Toplam
Kadın	5 16,7%	17 56,7%	3 10,0%	5 16,7%	30 100,0%
Erkek	19 29,2%	35 53,8%	10 15,4%	1 1,5%	65 100,0%
Toplam	24 25,3%	52 54,7%	13 13,7%	6 6,3%	95 100,0%

Tablo 3.47: H₁₀ Ki-Kare Testi

Hipotez	H₁₀: Borsanın gelecekteki eğiliminin ne olacağı beklentisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.
Güven Düzeyi	% 95
Serbestlik Derecesi	3
Ki-Kare Değeri	9,19
Anlamlılık Değeri (p)	0,027
Sonuç	P < 0,05 olduğu için H ₁₀ Kabul

Borsanın gelecekteki eğiliminin ne yönde olacağı beklentisi ile cinsiyet arasında ilişki olduğunu iddia eden H₁₀ hipotezi doğrulanmıştır. Tablo 3.46'da görüldüğü gibi kadın yatırımcıların %16,7'si borsanın yükseleceği beklentisinde iken, erkeklerde bu oran %29,2'dir. Erkek yatırımcıların %53,8'i yatay eğilim gerçekleşeceği yönünde yanıt verirken, kadın yatırımcıların %56,7'si bu görüştedir. Bunun yanı sıra konuyla ilgili herhangi bir fikri olmayanların %83,3'ünü kadın yatırımcılar, %16,7'sini ise erkek yatırımcılar oluşturmaktadır. Araştırmada erkek yatırımların kadın yatırımcılara kıyasla gelecekteki beklentilerinin daha olumlu olduğunu ve kadınlara oranla bir fikri olanların daha fazla olduğu görülmektedir.

3.4.2. Uygulamanın Sonucu

Araştırmada İMKB’de yatırımcı profili ve davranış özelliklerini belirlemeye yönelik olarak anket çalışması uygulanmıştır. Uygulamanın sonucu genel itibariyle şu şekildedir:

Yatırımcıların büyük kısmını erkekler oluşturmaktadır. Ayrıca erkek yatırımcıların piyasalara girişi kadın yatırımcılara kıyasla daha eskidir. Bekar yatırımcılar evlilere göre daha fazladır. Çoğunluk üniversite mezunudur. Yatırımcıların büyük bir bölümü borsayı yakından takip etmekte ve yatırımlarını çok sık gözden geçirmektedir. Yatırımcılar kazanan hisseleri çok çabuk elden çıkarma eğiliminde iken; kaybeden hisseleri elde tutma, en azından hisseyi satın aldığı fiyata gelinceye kadar bekletme eğiliminde olmaktadır. Kamuoyunda bilinen şirketlerin iyi olduğuna inanmaktadırlar. Çoğunluk krizin olacağı önceden belliydi görüşünde olmasına rağmen portföylerinde ki risk geneli orta düzeydedir. Yatırımcılar genelde portföyünün idaresini profesyonellere bırakmak istememekte ve aracı kurumlara da fazla başvurmamaktadır. Yatırım kararı alırken siyasi istikrar ve alınan tüyolarda analiz teknikleri kadar önem arz ettiği görülmektedir. Hatalı kararların geneli yatırımcının kendi analizinden veya çevresindekilerin yönlendirmesinden kaynaklanmaktadır.

Genel itibariyle kadın ve erkek yatırımcıların tercihlerinin paralellik gösterdiği görülmektedir. Her iki yatırımcı grubu kesin olan getiriyi seçmekte, portföyünü çeşitlendirmeyi tercih etmektedir. Pişmanlıktan kaçınma etkisi her ki taraf içinde geçerlidir.

SONUÇ

Ekonomi ve finans teorisinin büyük bölümü bireylerin rasyonel davrandıkları ve karar alma süreçlerinde mevcut tüm bilgileri dikkate aldıkları esasına dayanmaktadır. Fakat yıllar boyunca geliştirilen ekonomi ve finans teori ve modellerinin bir süre sonra eksik kaldığı ve bireylerin aslında rasyonel hareket etmedikleri ve dolayısıyla bu teorilerin yetersi kaldığı anlaşılmıştır. Bu bağlamda davranışsal finans ortaya çıkmış ve duygular ile kavrama hatalarının yatırımcıları ve karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini daha iyi anlama ve açıklamaya çalışmıştır.

Davranışsal finans ile piyasalar üzerinde hissedilir etkisi olan birçok rasyonel olmayan davranış kalıpları ortaya konulmuştur. Bu rasyonel olmayan davranışların örnek olarak bireylerin kendi kararlarına aşırı güvenleri, geçmişten hafızada kalan bilgilere göre karar verme eğilimi, ilk yatırımlara veya seçimlere bağlanılan maddi ya da manevi kaynağın ziyan edilmemesi güdüsü, yapılan hataların ne kadar küçük olursa olsun davranışların pişmanlık hissetmemek üzere programlanması sayılabilir.

Kısaca, duygusal faktörler finansal piyasalarda önemi ihmal edilemeyecek bir rol oynamaktadır. Bu rolün davranışsal finans aracılığıyla anlaşılması ve uygun önlemlerin alınması, sadece bireylerin yatırım kararlarına değil, genel piyasanın gücüne de katkı sağlayacaktır. Bunun için yatırımcının davranışsal eğilimler ve sapmalar konusunda eğitiminin, kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama kurallarındaki iyileştirme ve yatırımcı bireylerin anlayacağı şekilde yalınlaştırılması, bireylerin seçimlerinde daha olumlu sonuçlar verecektir.

KAYNAKLAR

Abaan, Ernur Demir,” Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tebliğ No: 2002/3, Ankara, 1998, s.213.

Ateş, Alper, **Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma**, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya, 2007, s.46

Bailey, R. E., “Economics of Financial Markets”, **Lecture Notes**, 2002, Department of Economics, University of Essex,U.K.,
<http://courses.essex.ac.uk/ec/ec372/ec372exs.pdf> (17.04.2009)

Barak, Osman, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama**, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s.3

Barberis, Nicholas, "Prospect Theory Applications in Finance" Tercüme: Mahmut Kayacık, 2007,http://badger.som.yale.edu/faculty/ncb25/stein_class_07b.pdf
(8 Temmuz 2009)

Bernstein, William, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, Çeviri: Nesenur Domaniç, Nusret Avhan, s.231.

Bikhchandani, S., D. Hirshleifer ve I. Welch, ”Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades”, **Journal of Economic Perspectives**, 2000, s. 151-155.

<http://pages.stern.nyu.edu/~wgreene/entertainmentandmedia/Fads.pdf>
(29Haziran2009)

Black, F.,“Noise”, **The Journal Finance**, XLI, 3, July 1986, s.529-543.
http://en.wikipedia.org/wiki/Fischer_Black (30 Nisan 2009)

Bostancı, Faruk, “Davranışçı Finans”, **Yeterlilik Etüdü**, S.P.K. Yayın No:57, Ankara, 2003, s.16

Bozkurt, Veysel, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, Alfa Basım Yayın Dağıtım Ltd., Ocak 2004, s.17.

Canbaş, Serpil ve Serkan Yılmaz Kandır, “Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi”, s.6.

www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCIDUYARLILIGININ.pdf

(12 Mayıs 2009)

Cornicello, Giuseppe, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, Università Commercial Luigi Bocconi, Milano, Yüksek Lisans Tezi, 2003-2004, ss.23-24.

<http://www.finanzacomportamentale.it/files/tesi2.pdf> (18 Mayıs 2009)

Drake, Richard, I., Peter, J., Smith, **Sanayide Davranış Bilimleri**, İşletme Fakültesi Yayınları No:218, Çeviren: Kemal Tosun, İlhan Erdoğan, Fulya Akar ve diğerleri, İstanbul,1990, s.19

Döm, Serpil, **Yatırımcı Psikolojisi**, İstanbul, Değişim Yayınları, 2003 , s.15

Erdoğan, İlhan, **İşletmelerde Davranış**, İşletme Fakültesi Yayın No:272,Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri, İstanbul, 1997, s.25

Ergincan, Yakup, “Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle MKS Uygulamaları”, 2004, s1.

<http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM24.pdf>

(13 Temmuz 2009)

Espahbodi R.,A. Dugar ve H.Tehranian, ”Further Evidence on Optimism in Analysts: Forecasts”,**Working Paper**, 2000, s.2.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=113428 (5 Mayıs 2009)

Eugene, F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, Vol 25, No: 2, 1970, s.388.

<http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v25y1970i2p383-417.html> (5 Mayıs 2009)

Güleç, Cengiz, “Homo Economicus, Psikiyatri, İktisat ve Ötesi”, **İktisat Dergisi**, Eylül 2004, Sayı:453, s.3

Kahneman, D. and A. Tversky, “Choices, Values, and Frames”, **American psychologist**, Vol.34, 1984, s.341. <http://history.behaviouralfinance.net/> (12 Haziran 2009)

Kahneman, D. and M.R. Riepe, “Aspects of Investor Psychology”, **The Journal of Portfolio Management**, 1998, s. 52-60.

Kocaman, Berna, “Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler”, **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 5, İstanbul, 1995, s.9.

Koçel, Tamer, **İşletme Yöneticiliği**, Beta Yayıncılık, Eylül 2003, İstanbul, 9.Basım, ss.532-533.

Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, 2006, s.614

Laury, K. Susan and A. Charles Holt, Further Reflections of Prospect Theory, Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series, Şubat 2005, s.1 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893614 (12.07.2009)

Lo, Andrew, **Behavioral Finance: The Science of Psychology**, Fall 1999, s.8 http://introduction.behaviouralfinance.net/vol5_text.pdf (27.05.2009)

Miller D.T.M ve Ross, “Self-serving Bias in Attribution of Casuality: Fact or Fiction?”, **Psychological Bulltein**, 1975, s: 213-225.

<http://history.behaviouralfinance.net/> (27 Temmuz 2009)

Mongin, Philippe, “Expected Utility Theory”, **Handbook of Economic Methodology**, London, 1997, s.342-350.

<http://ceco.polytechnique.fr/chercheurs/mongin/pdf/Expected.pdf> (22 Mart 2009)

Nofsinger, J.R., “Investment Madness: How psyhology Affectes Your Investing... and a What to Do About it”, **USA: Financial Times-Prentice Hall**, 2004, s.15.

<http://www.amazon.com/Investment-Madness-Psychology-Affects-Investing/dp/0130422002> (12 Temmuz 2009)

Odean, Terrance, “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?”, **Journal of Finance**, No:53, 1998. s.1775-1798.

<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/disposition/disposition.html>
(19 Temmuz 2009)

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

Perşembe, Ali, **Teknik Analiz mi Dedin? Hadi Canım Sen de**, Birinci Kitap, Scala Yayıncılık, 2001, s.17.

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

<http://introduction.behaviouralfinance.net/> (27 Mayıs 2009)

Shefrin, H. and M. Statman, “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidance” **Journal of Finance**, C: 40,1984, S.777-790. <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v40y1985i3p777-90.html> (15 Ekim 2006)

Shleifer, A., **İnefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance**, Oxford: Oxford University Press, 2000, s.2.

Statman, M., “Lottery Players/Stock Traders”, **Financial Analysts Journal**, 2002.

<http://www.papers.ssrn.com> (23 Temmuz 2009)

Taha, Hamdi. “Belirsizlik Açıklayan Kelimelerin Belirsizlik Dereceleri”, **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt.X, Sayı.1-2 (Nisan-Kasım 1989), s.106.

Taner, Berna ve Cenk Akkaya, “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, c.27, Temmuz 2005, s.47

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

Tufan, Ekrem, **Davranışsal Finans**, Orion Yayınevi, Ankara, 2006, s.29

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

Yalçinkaya, Timuçin, “Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, **Muğla Üniversitesi Tartışma Tebliğ**, Working Paper No:2004/05, s.6

Yazıcı, Bilgehan, “Davranışsal Finans”, 2002,

<http://www.bilgehanyazici.com/bhvfinance/index.htm> (8 Nisan 2009)

www.aof.edu.tr/kitap/EHSM/1024/unite12.pdf (12.06.2009)

http://tr.wikipedia.org/wiki/Sosyal_psikoloji (14.06.2009)

http://en.wikipedia.org/wiki/Antropology#Branches_of_anthropology (22.06.2009)

EKLER

EK 1

Yatırımcı Anketi

1. Cinsiyetiniz? Kadın Erkek
2. Yaşınız aşağıdaki hangi yaş grubundadır?
 20'den az 20-25 26-30 31-40 41-50 51 ve üstü
3. Medeni durumunuz? Evli Bekar
4. Eğitim durumunuz?
 Okur/yazar İlköğretim Lise Üniversite Master/Doktora
5. Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerini tercih ediyorsunuz?(Birden fazla seçim yapılabilir)
 Hisse Senedi Mevduat A tipi yatırım fonu Döviz
 B tipi yatırım fonu Hazine Bonosu Altın Diğer
6. Kaç yıldan bu yana yatırım yapıyorsunuz?
 1 yıldan az 1-3 yıl arası 3-6 yıl arası
 6-10 yıl arası 10 yıldan fazla
7. Genellikle portföyünüzde kaç şirketin hisse senetleri bulunur?
 0 1 2 3 4 5-9 10 ve yukarısı
8. Yaşadığınız Bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapıyor musunuz? (Niğde - Oysa Çimento gibi) Evet Hayır
9. Piyasaları yakından takip ediyor musunuz? Evet Hayır

10. Yatırımlarınızı hangi sıklıkta gözden geçirirsiniz?

- Her gün Birkaç günde bir Haftada bir Ayda bir kez
 Birkaç ayda bir Fikrim yok
 Düzenli olarak, fakat belirli bir periyot veremem

11. 2008 yılından itibaren yaşanan krizle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisine katılıyorsunuz?

- Krizin olacağı zaten belliydi
 Krizin olacağı önceden kesinlikle bilinemezdi
 Fikrim yok

12. “Kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılıyor musunuz?(Büyük bankalar, büyük sanayi şirketleri v.s)

- Kesinlikle katılıyorum(+KK) Katılıyorum(+K) Katılmıyorum(-K)
 Kesinlikle katılmıyorum(-KK) Fikrim yok

13. A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri % 20 getiri sağlarken, B hisselerinin % 20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

- A %20 kazanç sağlayan B %20 kaybettiren

14. Genel itibariyle borsanın gelecek yıllarda yapılacak genel seçimlere kadar nasıl bir eğilim göstermesini beklemektesiniz?

- Yükseliş yönlü Yatay Düşüş yönlü Fikrim yok

15. Hisse senetleriniz var ise ortalama elde tutma süreniz nedir?

- Yok 1 haftadan az 2-4 hafta arası 31-60 gün
 61-90 gün 91-120 gün 121 günden fazla

16. Günlük bazda en çok kazandıranlar ve en çok kaybettirenleri göz önünde bulunduruyor musunuz?

Çok sık genellikle bazen nadiren hiçbir zaman

17. Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkta yönlendiriliyorsunuz?

Çok sık genellikle bazen nadiren hiçbir zaman

18. En son yaptığınız ve yanlış olduğunu düşündüğünüz işlem kararında rol oynayan neydi? (çoklu seçim)

Kendi analiziniz ve değerlendirmeniz sonucunda Şans faktörü

Aracı kurum yönlendirmesi sonucu

Arkadaşlar ya da meslektaşların yönlendirmesi sonucu

Diğer (Lütfen belirtiniz)

19. Bir karar verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih ederiniz?

A) % 100 ihtimalle 3000 TL kazanç B) % 80 ihtimalle 4000 TL kazanç

20. Portföyünüzün riskini nasıl tanımladınız?

Düşük Orta Yüksek

21. Portföyümün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan aldığım kişisel tatmini azaltır.

Evet hayır belki

22. 2008 yılında ki krizde portföyünüzde ki hisse senetlerinin oranı neydi?

% 25 in altında %25-49 arasında % 50-74 arasında

% 75-100 arasında Hisse senedi piyasasında yatırım yapmıyordum

23. Yatırımlarınızı yönlendiren temel bilgi kaynaklarınız nelerdir?(Birden fazla seçim yapılabilir)

- Yatırım yapan diğer arkadaşlar Aracı kurumlar
Sürekli yayınlar(gazete ve ekonomi dergileri v.s) Tv kanalları
Diğer (Lütfen belirtiniz)

24. Borsada işlem yaparken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir?
(Birden fazla seçim yapılabilir)

- Faiz oranları Temel analiz Yurt dışı piyasalar Döviz kurları
Teknik analiz Alınan tüyolar Siyasi istikrar
Aracı kurum yönlendirmeleri Diğer (Lütfen belirtiniz)

25. Riske girmeyi sever misiniz? Evet bazen hayır

26. Elindeki menkul kıymetleri sürekli alıp satarak portföyünün canlılığını sağlayan bir yatırımcı, uzun dönemde kazanmayı bekleyen bir yatırımcıdan genellikle daha karlı durumdadır.

- Kesinlikle katılıyorum(+KK) Katılıyorum(+K) Katılmıyorum(-K)
Kesinlikle katılmıyorum(-KK) Fikrim yok

27. Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? ” Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur.”

- Kesinlikle katılıyorum(+KK) Katılıyorum(+K) Katılmıyorum(-K)
Kesinlikle katılmıyorum(-KK) Fikrim yok

EK 2

Kullanılan Hipotezlerin Sonuçları

Hipotez	Sonuç
H ₁ = Hisse senetlerini elde tutma süresi ile yatırımları gözden geçirme arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₂ = Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına gelinceye kadar bekleme düşüncesi ilişkilidir.	Doğrulanmıştır
H ₃ = Yatırım yapma süresi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmıştır
H ₄ = Yatırımları izleme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₅ = Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₆ = Pişmanlıktan kaçınma etkisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₇ = Bölgesel olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yapma eğilimi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmıştır
H ₈ = Kriz olacağına önceden bilinip bilinemeyeceği yönündeki görüşler ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₉ = Kriz döneminde portföyde bulunan hisse oranı ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmamıştır
H ₁₀ = Borsanın gelecekteki eğiliminin ne olacağı beklentisi ile cinsiyet arasında ilişki vardır.	Doğrulanmıştır