T.C.
KASTAMONU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANA BİLİM DALI

DAVRANIŞSAL FİNANSTA RİSK FAKTÖRLERİ TÜRKİYE İÇİN BİR UYGULAMA

MOHAMMAD ARIF TURA ZADA

YÜKSEK LISANS TEZI

DANIŞMAN

DR.ÖĞR.ÜYESİ KEZBAN ŞİMŞEK

OCAK - 2022
KASTAMONU

TAAHHÜTNAME

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu; ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını, bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini bildirir ve taahhüt ederim.

Mohammad Arif TURA ZADA

ÖZET

YÜKSEK LISANS TEZI

DAVRANIŞSAL FİNANSTA RİSK FAKTÖRLERİ TÜRKİYE İÇİN BİR UYGULAMA

MOHAMMAD ARIF TURA ZADA

KASTAMONU ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANA BİLİM DALI

DANIŞMAN: DR.ÖĞR.ÜYESİ KEZBAN ŞİMŞEK

ÖZET

Bireyler hayat mücadelelerini devam ettirmek, gereksinimlerini karşılamak, amaçlarına ulaşmak, hayat standartlarını arttırmak için yatırım yaparlar. Bireysel yatırımcıların yatırım yapma davranışları yatırıma karar verme, yatırım aracına karar verme, yatırım aracının sayısına karar verme, yatırım aracını elinde tutacağı süreye karar verme, yatırım araçlarını takip etme gibi alt davranışlardan oluşmaktadır. Geleneksel finans kuramları bireysel yatırımcıların davranışlarını açıklamakta yetersiz kaldıklarından son yıllarda yatırımcıların davranışlarını açıklamak için yatırımcının psikolojik yönlerini, zaaflarını ve duygularını da dikkate alan Davranışsal Finans Teorisi kullanılmaya başlanmıştır. Davranışsal Finans Teorisi giderek daha popüler hale gelmiş ve yatırımcı davranışlarını açıklamak için sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. Bununla paralel olarak bu teori üzerine yapılan bilimsel araştırmalar da tüm dünyada artmaya başlamıştır. Ancak ülkemizde yatırımcı davranışlarını Davranışsal Finans Teorisi açısından inceleyen bilimsel araştırmalar yeterince yapılmamıştır. Bu araştırma Davranışsal Finans Teorisini kullanarak bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) risk faktörlerinin düzeylerini ve bu faktörlerin yatırımcıların demografik özelliklerine göre farklılaşıp farklılaşmadığını incelemeyi amaçlamaktadır. Araştırmanın verileri farklı yaşlardaki, eğitim düzeylerindeki, farklı sektörlerde çalışan ve farklı gelir düzeyine sahip yaklaşık eşit oranda erkek ve kadın olan 498 kişiden anket yöntemiyle toplanmıştır. Araştırmanın bulguları aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu ve bilinirlik faktörlerinin yatırımcıların kararlarını etkilediğini, ancak ruh hali (duygusal faktörler) faktörünün yatırımcıların kararlarını etkilemediğini göstermiştir. Yine bulgular bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali faktörlerinin yatırımcıların cinsiyetine, yaşına, medeni durumuna, eğitim düzeyine, mesleğine ve gelir düzeyine göre anlamlı düzeyde farklılaştığını göstermiştir. Risk faktörleri algı düzeyleri ile çocuk sayısı arasında bir ilişki bulunmamıştır.

ANAHTAR KELİMELER: Finans, Yatırım, Risk Faktörü, Davranışsal Finans Teorisi, Bireysel Yatırımcı.

Ocak 2022, 95 Sayfa

ABSTRACT

MSC THESIS

RISK FACTORS IN BEHAVIORAL FINANCE AN APPLICATION FOR TURKEY

MOHAMMAD ARIF TURA ZADA

KASTAMONU UNIVERSITY INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCE
DEPARTMENT OF BANKING AND FINANCE

SUPERVISOR: ASSIT. PROF. KEZBAN ŞIMŞEK

ABSTRACT

Individuals invest to be successful in their life struggle, to get their needs, to increase their living standards and to reach their goals. Investing behaviors of individual investors consist of sub-behaviors such as deciding on an investment, deciding on an investment instrument, deciding on the number of investment instruments, deciding on the duration of keeping the investment instruments and following the investment instruments. Since traditional finance theories are insufficient to explain the behaviors of individual investors, behavioral finance theory, which takes into account the psychological aspects, weakness and emotions of investors, has been used to explain the behavior of investors in recent years. Behavioral finance theory has become increasingly popular and has been used frequently to explain investor behavior. Similarly, the number of research studies on this theory has started to increase all over the world. However, research studies examining investor behaviors in terms of behavioral finance theory have not been conducted sufficiently in Turkey. This study aimed to examine the levels of risk factors such as overconfidence, herd psychology, fear of loss, familiarity, mood (emotional factors) that affect individual investors' investment decisions by using behavioral finance theory. Additionally, it is aimed to examine whether these levels differ according to the demographic characteristics of the investors. The data were collected by questionnaires from 498 people of different ages, education levels, working in different sectors and having different income levels, who are consist of male and females in an equal rate. The findings showed that the factors of overconfidence, herd psychology, fear of loss and familiarity affect the investor' decisions, but the mood (emotional factors) did not affect the investor' decisions. Findings also showed that the factors of overconfidence, herd psychology, fear of loss, familiarity and the mood (emotional factors) that affect the investor' decisions of individual investors differ significantly according to the gender, age, marital status, education level, occupation and income level of investors. No relationship was found between the perception levels of the risk factors and the number of children.

KEYWORDS: Finance, Investment, Risk Factors, Behavioral Finance Theory, Individual Investor.

January 2022, 95 Page

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışması sürecinde zamanını ve sabrını benden esirgemeyen, tüm bilgi birikimi ve tecrübesi ile her konuda yol gösteren değerli hocam ve tez danışmanım sayın Dr. Öğr. Üyesi Kezban Şimşek'e, tez çalışmamda yardımlarını hiçbir şekilde esirgeyemeyen ve bize her zaman maddi ve manevi olarak destek veren sayın Prof. Dr. Tolga Ulusoy hocama, tez aşamasına gelene kadar bana eğitim hayatımda bilgi ve tecrübelerini aktaran bütün hocalarıma ve Sosyal bilimler enstitüsünün iktisadi ve idari bilimler fakültesinin Öğrenci işlerinden sorumlu olan hiçbir zaman bizden her türlü desteğini esirgemeyen çok kiymetli abimiz Recep Salih KIBIŞOĞLU' dan ve bütün arkadaşlarıma, ayrıca tüm hayatım boyunca bana destek olan, emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Mohammad Arif TURA ZADA

Kastamonu, 2022

İÇİNDEKİLER

Sayfa

TEZ ONAYI ..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
TAAHHÜTNAME ..... **ii**
ÖZET ..... **ii**
ABSTRACT ..... **iv**
TEŞEKKÜR ..... **v**
İÇİNDEKİLER ..... **vi**
TABLOLAR DİZİNİ ..... **ix**
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ ..... **x**
1. GİRİŞ **1**
2. FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI **3**
2.1 Finans Kavramı 3
2.1.1 Finans ve Ekonomi 4
2.2 Geleneksel Finans Teorileri 5
2.2.1 Oyun Kuramı 5
2.2.2 Beklenen Fayda Teorisi 6
2.2.3 Etkin Piyasalar Hipotezi 7
2.2.4 Modern Portföy Teorisi 9
2.2.5 Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) 10
2.2.6 Arbitraj Fiyatlama Modeli 10
2.2.7 Zıtlık ve Momentum Stratejileri 12
2.3 Davranışsal Finans Kavramı 12
2.4 Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi 13
2.5 Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi 15
2.6 Geleneksel ve Davranışsal Finans Farklılıkları 18
3. DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ VE FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER **20**
3.1 Davranışsal Finans Modelleri 20
3.1.1 Temsili Yatırımcı Modeli 21
3.1.2 Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli 21

3.1.3 Hong ve Stein'in Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif İlişki Modeli 22
3.2 Finansal Piyasalarda Anomaliler 22
3.2.1 Takvimsel Anomaliler 23
3.2.1.1 Günlere İlişkin Anomaliler 23
3.2.1.2 Aylara İlişkin Anomaliler 24
3.2.1.3 Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler 25
3.2.2 Fiyat Anomalileri 26
3.2.2.1 Eksik-Yetersiz Reaksiyon 26
3.2.2.2 Aşırı Reaksiyon 27
3.3 Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörler 28
3.3.1 Ekonomik Faktörler 28
3.3.2 Siyasal Faktörler 29
3.3.3 Hukuki Faktörler 29
3.3.4 Bilgi Kaynakları 30
3.3.5 Sosyo-Kültürel Faktörler 30
3.3.6 Psikolojik Faktörler 32
3.4 Yatırımcıların Davranışsal Finans Kapsamındaki Eğilimleri 32
3.4.1 Kendini Kandırma Eğilimi 32
3.4.2 Bilişsel Eğilimler 34
3.4.3 Duygusal Eğilimler 37
3.4.4 Sosyal Eğilimler 39
3.5 Davranışsal Finans İle İlgili Yapılmış Çalışmalar 40
4. YÖNTEM 44
4.1 Araştırmanın Amacı Ve Önemi 44
4.2 Araştırmanın Evren ve Örneklemi 45
4.3 Veri Toplama Araçları 46
4.4 Verilerin Analizi 46
5. BULGULAR 47
5.1 Katılımcıların Demografiklerine Ait Bulgular 47
5.2 Katılımcıların Yatırım Alışkanlıklarına İlişkin Bulgular 49
5.3 Güvenirlik Analizi 51
5.4 Betimsel Bulgular ve Normallik Analizi 52

5.5 Demografik Değişkenler Açısından Fark ve İlişki Analizleri 54
SONUÇ VE ÖNERİLER 66
KAYNAKÇA 70
ANKET FORMU……..77
ÖZKEÇMİŞ……..81

TABLOLAR DİZİNİ

Sayfa

Tablo 5.1 Katılımcıların Demografik Özellikleri 47
Tablo 5.2 Katılımcıların Yatırım Alışkanlıkları 49
Tablo 5.3 Ölçekerin İç Tutarlılık Katsayıları 51
Tablo 5.4 Normallik Analizi 53
Tablo 5.5 Cinsiyete Göre Fark Analizi 54
Tablo 5.6 Yaşa Göre Fark Analizi 56
Tablo 5.7 Eğitim Düzeyine Göre Fark Analizi 58
Tablo 5.8 Medeni Duruma Göre Fark Analizi 60
Tablo 5.9 Çocuk Sayısına Göre İlişki Analizi 61
Tablo 5.10 Mesleğe Göre Fark Analizi 62
Tablo 5.11 Gelir Düzeyine Göre Fark Analizi 64

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

Kısaltmalar

ABD	**:** Amerika Birleşik Devletleri
İMKB	**:** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
vd	**:** ve diğerleri

1. GİRİŞ

Geleneksel finans modelleri; yatırımcıların risk ve belirsizlik ortamında, yatırım için karar verirken rasyonel olduklarını, en yüksek faydayı amaçladıklarını, piyasaların daima etkin olduğunu, diğer yatırımcılar ile hemen hemen aynı beklentileri olduklarını ve menkul kıymet fiyatlarının tesadüfi şekilde oluştuklarını varsaymaktadır. Fakat bu teorilerin piyasada oluşan pek çok olayı açıklamada yetersiz kaldığına yönelik eleştiriler yapılmıştır. Böylelikle de, "davranışsal finans" adı verilen yaklaşımın oluşmasına zemin hazırlamıştır. Davranışsal finans teorisi, duyguların ve psikolojik faktörlerin insan davranışları üzerinde etkili olabileceğini ve böylelikle insanların her zaman rasyonel davranmadıklarını düşünmektedir. (Bernstein, 2005: 236)

Finansal kararların açıklanmasında yetersiz kalan "Geleneksel Finans Teorileri "nin yerine geçmiş olan "Davranışsal Finans Teorisi", yatırımcıların finansal kararlarını alırken psikolojik unsurları da değerlendirdikleri bir disiplin olarak karşımıza çıkmaktadır. "Davranışsal Finans", genel anlamda insan psikolojisinin finansal kararlar almadaki etkilerini gösteren; yatırımcıların rasyonel davranış kalıplarının dışına çıkmalarının sebeplerini inceleyen bir alandır. Günak, 2007: 46)

Davranışsal finans, yatırımcılar ve finansal piyasalar üzerindeki psikolojik etkilerini inceler. Davranışsal finans aracılığıyla yatırımcıların yatırım yaparken, önyargılarını anlamak ve paralarıyla daha rasyonel hareketler yapmalarına yardımcı olunabilir. (Canbaş ve Kandır, 2007: 3)

Bu çalışmada, davranışsal finans kapsamındaki risk faktörleri Türkiye açısından değerlendirilmiştir. Bu bağlamda; çalışmanın ilk bölümünde, geleneksel finans kavramı ve geleneksel finans teorileri açıklanmıştır. Aynı zamanda davranışsal finans kavramı detaylandırılmıştır (Kara, 2005: 20). Sonraki bölümde ise, davranışsal finans modelleri açıklanıp, finansal piyasalardaki anomaliler detaylandırılmıştır. Aynı zamanda yatırımcıların davranışlarını etkileyen faktörler ve yatırımcıların yatırım yapmadaki eğilimleri incelenmiştir. Sonrasında ise, davranışsal finans konusunda yapılmış olan çalışmalar incelenmiştir. (Aşıkoğlu, 1983: 27).

Çalışmanın araştırma kısmında ise, çalışma amacına bağlı olarak; davranışsal finans kapsamındaki risk faktörleri Türkiye kapsamında değerlendirilmiştir(Ertan, 2007: 44).

2. FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

2.1. Finans Kavramı

Finans kavramı, özellikle son yıllarda, piyasaların gösterdiği hızlı gelişim, küresel ekonominin etki alanının ve kuruluşların faaliyet alanlarının genişlemesi, rekabet şartlarının artması ile birlikte daha da önem kazanmıştır (Ceylan, 2003:2).

Finans, "bir kuruluşun firma değerini ve ortaklarının kuruluşa yatırmış oldukları sermayeyi en yüksek düzeye çıkarmak amacıyla, kuruluş için gereksinim duyulan fonların elde edilip söz konusu fonların kuruluş amaçları doğrultusunda etkin biçimde kullanılması" anlamına gelmektedir (Yükçü vd., 1999:1). Önceden finans, bu tanımdaki gibi yalnızca" bir işletmenin gereksinim duyduğu fonu bulmak ve bu fonları etkin biçimde kullanmak" olarak tanımlanırken; bugün gelinen noktada; "bir kuruluşun piyasa değerini arttırmak için her türlü planın ve kararın dönüm noktası" şeklinde tanımlanılmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 6).

Brealey, Myers, ve Marcus, ise (2007) finansı; "*meydan okuyucu*" olarak tanımlamaktadırlar. Kuruluşlarca finansal piyasalarda hangi zamanda en iyi yatırımın gerçekleşmesi gerektiğinin bilinmesi gerekmektedir.

Apak ve Demirel, (2009)'e göre ise finans; "*fon ve sermaye edinmeye ilişkin çabaları*" ifade etmektedir. Bununla birlikte paranın, kredinin, bankacılık ve yatırımların tümünün yönetimini de içinde barındırmaktadır.

İşletmelerin piyasadaki konumlarını devam ettirebilmeye, talep yaratarak söz konusu talebi karşılayabilmeye ve piyasadaki değerini artırmaya yönelik farklı yatırımlar yapması zorunludur. İşletmelerin söz konusu yatırımların nasıl yapılacağı ve ne şekilde finanse edileceğine ilişkin kararlar alarak, öncesinden planlamasını yapması gerekmektedir. İhtiyaç duyulduğunda gereken fonların en iyi şartlarda elde edilip etkin bir biçimde kullanılması kuruluşun piyasadaki değerini daha da olumlu etkileyecektir. Dolayısıyla finans, gerek işletmelerin gereksinimlerini karşılayabilmek gerekse

sermaye kaynaklarının miktarına ve türüne göre etkin şekilde kullanımı yönünden öngörülen bütün mali kararları kapsamaktadır (Usta, 2011: 21).

2.1.1. Finans ve Ekonomi

Ekonomi biliminde, 1900'lü yılların ortasından bugüne kadarki olan dönem boyunca birey, ekonomik modellerin içine sıkıştırılıp, mutlaka kendilerinin çıkarlarına bağlı olarak hareket eden "rasyonel bir varlık" şeklinde kabul görmüştür. Eski zamanlardan günümüze dek geliştirilen bütün modeller, bir önceki modellere kıyasla bireylerin daha "rasyonel olduğu varsayımını" benimseyip günümüzde son gelinmiş olan noktada ise modellerde bulunan insan zekâsı, modelleri geliştirmiş olan kişilerin zekâlarına eşit hale gelmiştir (Bostancı, 2003: 2).

Neoklasik ekonomi, insanı tamamen rasyonel, bencil ve iradeli olarak tanımlamaktadır. Ancak insan, çevresindeki bilgi kaynaklarından fiyat, ürün bilgisi, kalite gibi birçok veriyi algılayıp değerlendirip kendisi için hangisinin daha yüksek yarar sağlayacağını analiz edip sonuç olarak bir karara varmaktadır. Bu tür varsayımlar ile oluşturulan modellerin gerçek olanı yansıtmadığı, sonuç olarak da bu anlayışın iktisadi pratikte problemleri çözmekten çok entelektüel bir tartışma alanına çevirdiği eleştirisini yapmak olasıdır. "Davranışsal Finans" ise kişilerin iktisadi kararları alırken karmaşık hesapları yapmanın yerine birtakım sezgiye dayalı yöntemler kullandıklarını öne sürmektedir. Bununla birlikte, davranışsal yaklaşıma göre kişi, mekanik bir biçimde tariflenmek yerine, karar alırken duygularından etkilenen gerçek dünyaya uygun bir biçimde tasvir edilir. Davranışsal yaklaşımda kişi "homo economicus" değil, tüm eksiklikleri, zaafları ve duyguları ile gerçek hayattaki durumu itibariyle bir bireydir (Bayrak, 2012:6). Bu bağlamda davranışsal finans, ekonomiye muhataplık teşkil edecek kararları bakımından hem insanı hem de ona dair unsurları daha gerçekçi ve somut bir biçimde tanımlamış, bu da iktisat bilimi özelinde finansın yalnızca matematik ve olasılık hesapları ile değerlendirilmemesi gereken bir saha olduğu düşüncesine katkı sağlamıştır.

2.2. Geleneksel Finans Teorileri

Geleneksel finans teorileri, fazla sayıdaki katılımcının olduğu, öngörülebilir bir sistem içerisindeki alıcıların-satıcıların birleşerek gelip arz-talep ilişkisi ile fiyatların tespit edildiği kusursuz bir piyasanın durumunu varsaymaktadır. İnsanlar, "oldukça rasyonel davranan, piyasaya yönelik her türlü bilgiye sahip ve yararını maksimize etmeyi amaçlayan bir varlık" şeklinde tanımlanmıştır (Ede, 2007: 6).

2.2.1. Oyun Kuramı

Oyun kuramı, fayda çatışması durumlarını açıklayabilmek için kullanılan bir yaklaşımdır. Oyundaki katılımcılar süreç sonrasında kazanırlar veya kaybederler. Fakat burada belirleyici olan faktör; "tercih edilmiş olan stratejidir". Fazla sayıdaki oyuncunun var olduğu bir oyunda, oyuncuların kazançları ve kayıpları tümü toplandığı zaman sabit ya da sıfır toplamlı bulgular elde ediliyor ise böyle oyunlara "sıfır toplamlı oyunlar" denilmektedir (Öztürk, 2001: 394).

Oyun Kuramı; ilk defa 1838 yılında Cournot'un üretici rekabeti modeliyle uygulanmaya başlanmış ve yapılan çalışmalarla 1940'lı yıllardan itibaren sosyal bilimlerdeki kullanım alanını genişletmiştir (Akın ve Urhan, 2015: 294).

Oyun Kuramı, belli koşullar altında bir ortamda iki veya daha fazla sayıdaki karar alıcıların paylaşım sürecini inceleyen bir teoridir. Karar alan tarafta bulunan oyuncular, belirli bir kazancı elde etmek amacıyla farklı senaryolar karşısında karar alma eylemi gerçekleştirmektir (Bilek, 2012: 4). Eğer oyun, bir piyasadaki alım satım işlemleri sırasındaki kayıp ve kazançlar şeklinde düşünülürse, piyasadaki yatırımcılar da bu faaliyetleri sonucunda sıfır toplamlı oyunlar oynayan oyuncular şeklinde isimlendirilebilirler. Bu durumda, yatırımcının karşısına çok sayıda seçenek çıkmakta, her yatırımda olduğu gibi kazanç elde etme ümidiyle yatırımcılar harcamalarda bulunmaktadırlar (Sezer, 2013: 22).

2.2.2. Beklenen Fayda Teorisi

Fayda, "mal ya da hizmetlerin kişi gereksinimlerini karşılayabilme düzeyini" ifade etmektedir. Finansal açıdan fayda ise; "yatırımcıların yatırım yaptıkları finansal araçtan elde etmeyi umdukları getirinin, yatırımcısını memnun etme seviyesi" olarak tanımlanmaktadır. Beklenen fayda ise, bütün mümkün sonuçlara ilişkin faydaların, her bir sonucun gerçekleşebilme ihtimaliyle ağırlıklandırılmasıdır (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009: 138).

Bu teori ilk olarak "Von Neumann ve Morgenstern (1944)" tarafından ortaya atılmıştır. Söz konusu teori, "belirsizlik koşullarında iktisadi davranışları açıklamak, karar almak ve rasyonel seçimler yapmak amacıyla normatif model" olarak kullanılmıştır. Bu teori, beklenen faydayı "maksimize etme" ilkesine dayanır. Rasyonel karar ise, "alıcıların servetlerini maksimize edecek seçeneklerin seçilmesi" anlamına gelmektedir(Döm, 2003: 13).

Beklenen fayda teorisine göre, kişiler riskin veya belirsizliğin olduğu fırsatları muhtemel yararları karşılaştırarak seçerler (Gümüşoğlu, 2008: 293). Bu teoriye göre, tüm ekonomik aktörlerin, karşılaştıkları belirsizlik durumlarındaki olayların gerçekleşme olasılığı hesaplanırken "Bayes kuralını" kullanıp, hesaplanmış olunan olasılıklar ile olaylardan elde edilmesi beklenen kazançları çarpılarak beklenen faydaları hesaplanmaktadır. Dolayısıyla beklenen yararlarını en yüksek seviyeye çıkaran tercihleri yapanlar "rasyonel" varlıklar olarak görülür (Günak, 2007: 5). Bu teori, bireylerin nasıl davrandıklarından ziyade nasıl hareket etmeleri gerektiği ile ilgili bir teoridir. Söz konusu teoriye karşılık yapılmış olan itirazların esasında gözlemlenen birey davranışlarının teoride varsayılandan farklılık göstermesinden ileri gelmektedir (Bostancı, 2003: 4). Beklenen fayda teorisinin dayandığı temel varsayımlar aşağıdaki gibidir (Özmen, 1997:2):

- İnsanlar belirsizlik durumlarında, farklı eylemlerin gerçekleşmesi ihtimalini Bayes teoremini kullanarak, objektif bir biçimde tespit etmektedirler.

- Karar vericiler karar verirken, yararını maksimize edecek biçimde karar vermektedirler.

- İki seçenekten bir tanesi daha fazla yarar sağlıyor ise, daha fazla yarar sağlayan tercih edilecektir.

- Bu teoride "Azalan marjinal fayda kuralı" geçerlidir. Böylelikle de fayda fonksiyonu "konveks bir yapı" göstermektedir. Böylelikle getiriler arttıkça yarar da artmakta, fakat azalan marjinal faydanın kuralı gereğince, yarar gittikçe daha az artmaktadır.

2.2.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

"Etkin Piyasa kavramı" literatüre Fama' nın (1969) öncülüğünde gerçekleştirilen çalışma ile kazandırılmıştır. Fama vd. (1969:1) tarafından Etkin Piyasa, "*yeni bilgiye hızlıca uyum sağlayabilen piyasa*" şeklinde tanımlanmaktadır. Ayrıca Fama, 1991 yılında yaptığı çalışmada daha gelişmiş bir tanımlama yapıp, piyasaların verimlilik seviyesini ölçme işleminde yeni bilginin tek kıstas olmadığını belirtmiş, aynı zamanda etkin olan bir piyasadaki varlığın fiyatlarının hâlihazırdaki bütün bilgilerin yansıması olduğunu ifade etmiştir (Fama, 1991: 157).

Bu hipoteze göre; belli seviyedeki rasyonel olmayan yatırımcıların almış oldukları menkul kıymetler çok yüksek düzeyde fiyatlandırılmaktayken, satmış oldukları menkul kıymetler daha düşük olarak fiyatlandırılmaktadır. Böylece de rasyonel olmayan yatırımcılar, arbitrajcılara veya pasif yatırımcılara oranla daha düşük getiriler kazanıp paralarını kaybetmektedir (Döm, 2003: 5). Bu hipotez, menkul kıymetlerin mevcut tüm bilgileri yansıttığını, fiyatların bilgi girişi ile değişmediğini varsayar. Bu nedenle, fiyat değişiklikleri tamamen rastgeledir. (Parasız, 1992:10).

Etkin piyasalar hipotezi belli varsayımlar üzerine kurulmuştur (Kocaman, 1995:8):

- Yatırımcıların temel amacı, iktisadi faydasını ençoklamaktır.

- Yatırımcılar birbirinin aynı zaman ufkuna sahiptir.

- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.

- Bilgiye serbest olarak ulaşılabilir.

- Yatırımcılar risk ve getiri esasına dayalı seçimler yaparlar.

Fama (1970), Etkin Piyasa Hipotezine ilişkin ampirik çalışmalarını düzenleyip teorik bir yapıya oturtmuş ve piyasayı etkinlik seviyesi yönünden üç başlık altında sınıflandırmıştır (Fama, 1970: 383-384):

Zayıf formda etkinlik, "piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatlarıyla ilgili bütün bilgilerin yansıtıldığı durum" şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tür piyasa etkinliğine göre, geçmişteki fiyat verilerini kullanarak bugünkü fiyatları tahmin etmek mümkün değildir. Rastsal olarak fiyat hareketleri değişmektedir. Bu tür piyasalarda yatırımcılar yeni bilgilere aynı anda erişemezler.

Yarı güçte etkinlik, "piyasa fiyatlarında geçmiş fiyat verilerine ek olarak açıklanmış kamusal bilgilerin de yansıtıldığı durum" olarak tanımlanmaktadır. Bu türdeki piyasalarda yatırımcıların öncelikle bilgi sahibi olmaları gerekir. Böylece içeriden bilgi edinen bazı piyasa katılımcıları, kamuoyunun bilmediği bu bilgileri kullanarak ortalama piyasa getirisi üzerinden kazanç elde edebilirler.

Güçlü form etkinliği, "piyasadaki fiyatların ulaşılabilir tüm bilgileri yansıttığı durum" şeklinde tanımlanmaktadır. Bu türdeki piyasalar, kamuya açıklanmış olsun veya olmasın tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansıtıldığı piyasalardır. Bu piyasada hiçbir yatırımcı hisse senedi fiyatlarını diğerlerinden daha doğru tahmin edemez.

2.2.4. Modern Portföy Teorisi

Modern portföy teorisi, "yatırımcıların riskten kaçındıklarını ve tercihlerin, getirilerin ortalaması/varyansı olarak tanımlandığını varsayıp; getiri ve risk değiş-tokuşunun ölçümüne yönelik bir çerçeve sağlamaktadır". Portföy problemini, "ortalama bir varlık portföyünün varyansının seçimi şeklinde formüle eden" Markowitz, "modern portföy teorisinin babası" olarak kabul görmektedir (Bostancı, 2003:5).

Modern Portföy Teorisi, 1950'li yılarda Henry Markowitz'in aracılığıyla finans bilimine kazandırılmış bir teoridir. Söz konusu teoride, risk belli bir düzeyde tutulup, oluşturulmuş olan portföyün "kar maksimizasyonu" sağlaması amaçlanır. Teori kapsamında; "yatırımcılar riski en alt düzeyde tutmaya çalışılırken, aynı zamanda en fazla karı elde etme arayışında olup, portföy çeşitlendirmesine" gitmektedirler (Markowtz, 1952:79).

Modern portföy teorisi, "belirli bir risk seviyesinde beklenen getiriyi fazlalaştırmak ya da belli bir getiri düzeyinde riski düşürmek" şeklinde açıklanabilir. Yatırımcıların bireysel risk getiri tercihleriyle ilişkili şekilde hangi portföyü seçecekleri etkin sınır oluşumuna göre belirlenmektedir. *Etkin sınır* ise "değişik risk ve getiri düzeyinde etkin portföyleri birleştiren eğridir". Yatırımcılar, finansal varlıkların kendilerine has özellikleri dışında diğer finansal varlıklarla birlikte nasıl hareket ettiğinin farkında olmalıdır. Böylece yatırımcılar aynı beklenen getiriyi daha düşük bir riskle elde edebilirler. Bu teoriye göre etkin bir piyasada finansal varlıklarını en iyi şekilde çeşitlendirerek riski minimum seviyede tutabilen yatırımcılar, beklenen getirilerini artırabilirler (Şenkesen, 2009:15).

Portföy seçimi yapılırken önemli iki ölçüt değerlendirilir. Bunlardan ilki; "finansal varlıklarda beklenen getiri durumu", diğeri ise bahsi geçen "finansal varlığın doğuracağı risktir". "Yatırımcılar bir portföyden bekledikleri getirileri artırmak isterken, bu getirilerle ilgili belirsizlikleri de en aza indirgemek isterler. Markowitz` in portföy teorisi de en yüksek beklenen getirili portföylerin en düşük risk ile nasıl oluşturulabileceğini araştırmaktadır. Markowitz bu amaçla portföy varyantının büyük ölçüde portföyü oluşturan varlıkların birbirleri ile olan ilişkisinden kaynaklandığını

göstermiştir. Böylece aralarında sıfır veya negatif korelasyona sahip varlıklardan oluşan portföylerin varyantı, varlıkların tek tek alındığı durumlardan daha düşük olmaktadır." (Eser, 2010:29)

2.2.5. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM)

Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modelinde, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki ilişkiye bakılarak bir denge değeri bulunmaya çalışılır (Gökbel, 2003: 23). Bu şekilde ne kadar çok risk alınırsa, riske bağlı olarak beklenen getiri büyüklüğü de o kadar büyük olacaktır. Bu modelde tek bir değişken esas alınır ve bağımsız değişken olarak "pazar portföyü" kabul edilir. Dolayısıyla "bütün riskli menkul kıymetler getirileri pazar portföyünün getirileri doğrultusunda" ifade edilmektedirler. Beta katsayısı da, "herhangi bir menkul kıymet getirisinin pazar portföyü getirisiyle yakınlığını" belirtmektedir. Pazar portföyü iyi çeşitlendirilmiş bir portföydür, toplam riski oluşturan iki riskten faaliyet riski kaybedilir ve sadece piyasa riski oluşur. Böylece beta katsayısı sadece pazar riskini yansıtır (Karan, 2011: 204).

Bütün modellerdeki gibi bu modelde de belirli varsayımlar bulunmaktadır. Modelde, kullanılabilirliği yönünden anlamlı sonuçları tespit edebilmek amacıyla, söz konusu varsayımlara bağlı olarak hareket etmektedir. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, belirli varsayımlara bağlı olarak hareket edip yatırımların beklenen getiri ve riskleri arasındaki ilişkileri daha basite indirgeyerek incelemektedir. Söz konusu varsayımların kimisi yatırımcılar, kimisi de piyasayla ilgilidir (Bıtırak, 2010:12).

2.2.6. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj, "benzer nitelikte ya da aynı ürünün piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından hareketle eş zamanlı olarak düşük fiyatlı yerden alınarak yüksek fiyatlı yerde satılması" şeklinde tanımlanabilir. piyasalardaki oluşan fiyatların olması gerekli düzeyde kalabilmesine yönelik arbitraj oldukça önemlidir. Daha geniş anlamda arbitraj, bir finansal varlığın ucuz olduğu piyasalardan satın alınması ve aynı anda finansal varlığın pahalı olduğu piyasalarda satılması yoluyla kar elde etme yöntemidir.

Arbitraj işleminin hiçbir risk alınmadan gerçekleştirilmiş olması, manipülasyon ve spekülasyon gibi yatırım stratejilerinden ayrılmış olan bir özelliğidir(Taçali, 2008: 24).

Ross tarafından 1976 yılında ortaya konulmuş olan Arbitraj Fiyatlama Modeli, FVFM' deki gibi "beklenen getiriyle risk derecesinin yakınlığını inceleyen bir denge modelidir". Ancak FVFM' den farklılığı "varlık getirilerini açıklamada çoklu faktör modelini kullanıp bunun dışında yatırımcılara yönelik herhangi bir varsayım ileri sürmemektedir". FVFM, varlığın getirisini "yalnızca pazar portföyü duyarlılığıyla" ilişkilendirirken, Arbitraj Fiyatlama Modeli yalnızca pazar portföyünü değil, bununla birlikte enflasyondaki değişimleri, pazardaki değişimleri, faiz oranlarıyla ilişkili değişimleri, risk primi gibi mali unsurları da varlıkları fiyatlamada kullanmaktadır (Chen, Ross ve Roll, 1986: 360).

Arbitraj Fiyatlama Modeli-AFT, "iktisadi temeller üzerine inşa edilmiş olan bir modeldir. Arbitraj Fiyatlama Modeli, faiz oranı riski, ödenmeme riski, piyasa riski, yönetim riski, satın alma gücü riski ve belirli bir menkul kıymeti değerlendirmeye yönelik diğer risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasından yararlanan bir risk-getiri ilişkisidir. Bu model, ilintili risk unsurlarının, bir varlığın mevcut değerini hesaplamada, uygun olan getiri oranının hangi şekilde belirleneceği konusunda" rehber olan bir modeldir (Francis, 1993: 62).

Hızlı ve etkin olan arbitraj işleminin piyasalarda yarattığı rekabet, temel fiyattan uzaklaşmaya engel olmaktadır. Bir varlığın değerinin üzerinde fiyatlandırıldığını düşünen bir arbitrajcı, aynı varlığın daha ucuz değerde olduğu diğer piyasadan bu varlığı ödünç alıp ilk piyasada satacaktır. Düşük değerlenmiş varlıklar için ise arbitrajcı kar elde etmek için düşük değerlenen varlığı alıp diğer piyasada yüksek fiyata satacaktır. Arbitrajın bu özelliği ile piyasalardaki rasyonel olmayan hareketlerin etkilerini nötr hale getirdiği savunulmaktadır (Sezer, 2013: 36-37).

2.2.7. Zıtlık ve Momentum Stratejileri

Zıtlık ve momentum stratejileri, geçmiş piyasa hareketlerine dayanan ve zaman serilerine ve varlıkların getirilerinin öngörülebilirliğine dayanan ticaret stratejileridir. Ancak bu karar modelinde birbirine zıtlık teşkil eden iki strateji bulunmaktadır (Öndeş ve Balı, 2010: 110).

Zıtlık ve momentum modelleri arasındaki farklılık, kullandıkları zaman aralıklarından ileri gelmektedir. Zıtlık modeli, "bir piyasadaki son 3-5 yıllık dilimlerde kaybetme eğilimindeki varlıkların, aynı zaman diliminde kazanç eğilimi gösterenlere oranla daha fazla getiri sağlama potansiyelinde olduklarını savunmaktadır." Momentum modelinde ise, "bir piyasadaki son 3-12 aylık zaman dilimlerinde kazanma eğiliminde olan varlıkların, aynı zaman dilimlerinde kayıp eğilimleri gösterenlere oranla daha yüksek getiriler sağlama potansiyelinde bulunduklarını savunmaktadırlar." Yapılan çalışmalara göre haftalık, aylık gibi çok kısa sürelerde veya 2 yıldan 5 yıla kadar uzun vadelerde zıtlık stratejisi; 3 aydan 12 aya kadar sürelerde yani orta vadede momentum stratejisi kazançlara dönüşen yatırımlar anlamına gelmektedir (Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 178)

2.3. Davranışsal Finans Kavramı

Davranışsal Finans, gerek finansın gerekse psikolojinin görüşlerinden faydalanan son derece yeni olan bir alandır. Davranışsal finansın ortaya çıkış gerekçesi, yatırımcıların rasyonel davranmamaları ve geleneksel finans teorileriyle açıklanamayan davranışlar sergilemelerinden kaynaklanmaktadır.

İnsanlar, mekanik varlıklar değillerdir. Aksine, acıkma, üşüme gibi fiziksel duyuların yanında; mutlu olma, üzülme, haz alma gibi duygulara da sahiplerdir (Tufan, 2008: 31). Davranışsal finans, piyasa oyuncularının tamamen rasyonel olmayan davranışlarıyla bilgi piyasa faaliyetinden sapmaları açıklar (Ülkü, 2001:99).

Davranışsal finans, finansman, psikoloji ve karar verme bilimlerinin bir arada değerlendirildiği bir bilim dalıdır (Taner ve Akkaya, 2009: 217).

Davranışsal finans, genel itibarıyla "insanların nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır." Yatırımcıların, yatırım yapma değerlendirmesi yaparken hangi faktörleri göz önüne aldıkları incelendiğinde yalnızca risk ve getiri değişkenlerini değil aynı zamanda diğer faktörleri de değerlendirdiklerini ve tüm değişkenlerin değerlendirmeye alınmasının kusursuz olan bir süreç olmadığını böylelikle de alınmış olan kararların, yararı maksimize eden değil, en iyi ihtimal ile "yatırımcıları tatmin eden kararlar olduğu varsayımı" davranışsal finans hakkında yapılan araştırmaların çıkış noktasını oluşturmaktadır (Bostancı, 2003:1).

Davranışsal finansın amaçları doğrultusunda literatürde yapılan tanımlardan bazıları şunlardır (Fuller, 1998: 10):

• Davranışsal Finans; "finans literatüründe müşahede edilen ve raporlanan bazı anomalilerin sebeplerini açıklamaya çalışır."

• Davranışsal Finans; "yatırımcıların bir karar alırken sistematik bir şekilde yanlışları ve bilişsel hataları nasıl yaptıklarını inceler."

• Davranışsal Finans; "psikolojinin finansal karar vermeyi ve finansal piyasaları nasıl etkilediğini anlamlandırmaya çabalamaktadır."

Davranışsal finans, finans, psikoloji, klasik ekonomi ve bilişsel karar verme süreçlerinin bir birleşimidir. Davranışsal finans, finans literatüründeki bazı anormallikleri açıklamak için kullanılır. Davranışsal finans, yatırımcıların sistematik yargı hatalarını ve zihinsel hatalarını açıklamak için kullanılır (Fuller, 2000: 1).

2.4. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Esasen Davranışçılık, John. D. Watson tarafından davranışları belirleyen faktörlerin içsel eğilimlerin değil de dış çevrenin olduğunu iddia eden bir yaklaşım şeklinde psikolojiye kazandırılmıştır (Kent vd, 2001:140). Davranışçılığın psikolojideki varlığı 1913'lü yıllarda başlamış iken, davranışsal finans kavramının temellerinin daha da eskiye dayandığını söylemek mümkünüdür. Smith, 1759 yılında yayımlanan "Ahlaki Düşünce Sistemi" adlı eserinde insanların iyi durumdan kötü duruma geçtiklerinde acı

ve pişmanlık hissettiklerini, tekrardan iyi bir duruma geçtiklerinde ise mutlu olduklarını ifade ederek modern davranışsal finansın incelediği "zarardan kaçınma" ve "riskten kaçınma" eğimlerinin ilk tanımlamasını yapmıştır (Cornicello, 2004: 24).

Yatırımcının rasyonellik dışı davranışlarının tarihçesi eski bir geçmişe sahipse de, bunun bilinen kayıtlara yansımış en eski örneği 17. yüzyılda Hollanda' da yaşanmış 'Lale Çılgınlığı' dır. Günümüzde finansal piyasalarda yer alan opsiyon, futures gibi türev enstrümanların ilk örneklerinin yaşanan bu "Lale Çılgınlığı" nda karşımıza çıktığını söyleyebiliriz (Mazgit, 2007: 9). Ancak 1637 yılı aynı zamanda "Lale Çılgınlığı" nda çöküşün başladığı yıl olmuştur. Aynı yıl herkes aynı anda satışa geçerek, fiyatların dibe çakılmasına sebep olmuştur, yaşanan fiyat düşüşü yaklaşık %90'dır. Bu gelişmeler üzerine insanlar lale soğanları üzerine yapılan sözleşmelerin gereklerini yerine getirememeye başlamış, lale pek çok zengin insanın iflasına yol açmıştır (Kozanoğlu, 2009: 22).

Sonrasında psikolojiye daha özenli bir yaklaşımı amaçlayan B. F. Skinner' ın geliştirmeye çalıştığı Davranışçılık, 1900'lü yıllardan bu yana psikoloji alanında bilinen bir yaklaşım iken, davranışsal finansın temelinin çok daha eskilere dayandığını söylemek mümkündür (Tufan, 2008: 26). 19. Yy' de psikolojik yaklaşımlar etkisini kaybetse de, Keynes başta olmak üzere 20. Yy başlarına gelindiğinde psikoloji bilimi iyiden iyiye ilerlemiş, 1950'li yıllarda yapılan "Deneysel İktisat" çalışmaları, Davranışsal Finans' ın köklerini oluşturmuştur. Takip eden 1960'lı yıllar Bilişsel Psikolojinin tanımlandığı yıllar olmuş, finansta yaşanan ama ekonomistlerin rasyonel olarak açıklayamadığı anomaliler Davranışsal Finans' ın gelişimine büyük katkıda bulunmuşlardır (Karan, 2011:691).

1980-1990 yılları arasında ise psikoloji unsurunun borsanın temel özelliklerinden biri olarak kabul görmeye başlandığı görülmüştür. Hisse senetlerinin fiyatlarına yönelik mantığı ve psikolojiyi birlikte değerlendiren teoriler önceki zamanlarda da var olmuşlardır. Özellikle 1990 ve 2000' li yıllarda Daniel Kahneman gibi bazı psikologlar ve sayıları gitgide artan finansçılar, yatırımcıların almış oldukları kararların aşırı güven, aşırı tepki, modaya ve eğilimlere uyma gibi bazı psikolojik faktörlerden oldukça etkilendiğini öne sürmüşlerdir. Richard Thaler gibi davranış bilimcileri bu

özelliklerin, hisse senedi fiyatlarının hareketlerinde öngörülebilir kalıplara yol açabileceğini ve uzman yatırımcılara başarılı yatırım stratejisi oluşturabilme imkanı sunabileceğini ileri sürmüşlerdir (Malkiel, 2007:258).

Davranışsal Finans alanında önemli sayılan olaylardan birisi; Kahneman ve Tversky'nin (1979) gerçekleştirdikleri ve "Econometrica" dergisinde yayınlanmış olan "Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi (Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk)" adlı çalışmalarıdır. Söz konusu çalışmayla birlikte Kahneman ve Tversky, Davranışsal Finans'a öncü olarak kabul edilen "Beklenti Teorisi" ni ortaya koymuşlardır (Kahneman ve Tversky, 1979:270).

Bugün gelinen noktada davranışsal finans alanında, uluslararası düzeyde olmasa da birçok çalışmanın yapıldığı bilim sempozyumlarında yüksek lisans ve doktora programları ile finans alanında iyi bir konum kazanmıştır.

2.5. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi

Davranışsal finans, piyasalarda görülen anomalileri açıklamada sosyoloji, finans, psikoloji, antropoloji ve sosyal psikoloji gibi bilim dallarına dayanmaktadır.

Finans, "bir kuruluşun firma değerini ve ortaklarının kuruluşa yatırmış oldukları sermayeyi en yüksek düzeye çıkarmak için, kuruluş için gereken fonların elde edilip bu fonların kuruluş amaçları doğrultusunda etkin bir biçimde kullanılarak verimli aktiflere yatırılmasıdır". Geleceğe yönelik kararların alınması söz konusu olduğu durumda belirsizlikten kaçınmak olanaksızdır. Ancak belirsizlik, beraberinde riski de getirmektedir. Finansla ilgilenen bireyler, yatırımları söz konusu olduğu durumlarda "beklenen getiri oranı ile riski" de değerlendirmeye mecburlardır (Yükçü, Durukan, ve Özkol, 1999:). Yatırımcıların finansal kararlar alırken, duygusal kararlar verme durumuna açıklama getiren davranışsal finans yaklaşımının temelinde, "insanların psikolojik yaklaşımları ve finansal kararları" bulunmaktadır. İnsanların, etkisi altında kaldıkları psikolojik faktörleri değerlendirerek mali açıdan ne seviyede kazanç elde edecekleri, ne seviyede kaybedecekleri, yatırımlarının değerinin hangi seviyede olduğunu açıklayan "davranışsal finans yaklaşımı", finansal kararları alma konusunda yatırımcılara rehber olmaktadır.

Psikoloji; "insan davranışlarının ve zihinsel süreçlerinin bilimsel olarak incelenmesidir". Psikolojinin konusu, hareketler, konuşma, psikolojik değişiklikler gibi gözlemlenebilir davranışsal süreçleri ve düşünce ve rüyalar gibi süreçleri kapsar (Atkinson vd. 1995: 17). Davranışsal finans, finansal faaliyetler ile yatırımcıların performansı ve psikolojisi arasındaki etkileşimdir. Yatırımcılar, hem diğer yatırımcıların mantık hatalarını fark edebilirlerse, hem de kendi yatırımlarının hatalarının farkında olurlarsa, finansal olarak başarılı olacaklardır (Ricciardi, 2000: 2). İnsanların belirsizlik ve riskli durumlarda ne şekilde karar verdiklerine yönelik geliştirilmiş olan geleneksel modellerde, insanların tüm olası sonuçların risk ve getirilerini ağırlıklandırarak bir hesaplama sonuçlarına göre ortaya çıkan en iyi risk/getiri durumlarını tercih ettikleri öngörülmektedir. Geleneksel karar verme teorilerinin en kötü yanı, insanların karar verirken duygularından etkilenmediklerini varsaymalarıdır. Bununla birlikte, özellikle riskli ve belirsiz durumlarda insanların duygularından daha fazla etkilendiğine dair birçok kanıt vardır (Bostancı, 2003: 14-15).

Psikoloji, davranışsal finansın alt yapısını oluşturan çok önemli bilim dallarından biridir. Öyle ki insanları davranışa sevk eden unsurların en önemlisi sahip oldukları güdülerdir. Özellikle bilişsel psikoloji üzerine yapılan araştırmalar, karar verme sürecini etkilediği için davranışsal finans ile yakından ilişkilidir. Psikolojinin incelediği alanlardan biri de düşünme ve düşünme sürecidir (Tufan, 2008: 44).

Sosyolojinin temel amacı, insan toplumlarının yapısını, kişiyi grup içerisinde tutan etkenleri araştırıp, sosyal hayattaki değişimleri belirlemektir (Erdoğan, 1997:6). İnsan, sosyal bir varlık olması sebebiyle diğer canlılar ile ortak bir fiziki ve sosyal çevre içerisinde birlikte yaşamak durumundadır. Böylelikle de ortak yaşam insanın diğer insanlar ile etkileşimini ve ortak davranış kalıplarını kullanmasını arkasında getirmektedir. Dolayısıyla sosyoloji; toplum içindeki sosyal kurumları, sosyal olayları, sosyal yapı özelliklerini, sosyal ilişkileri ve etkileşimleri inceleme altına alan bilim dalıdır (Erkal, 1993: 14). Sosyoloji, tıpkı davranışsal finans da olduğu gibi iktisadi birimler arasındaki toplumsal ilişkinin incelenmesine odaklanmaktadır. Sosyoloji, insan ve toplum etkileşimi konusunda incelemeler yaparken davranışsal finans ise,

"insan duygularının ve davranışlarının finansı nasıl etkilediğini" araştırmaktadır. Bu iki bilim dalının vazgeçilmezi olan konu "iletişimdir" (Özcan, 2011:12-13).

Sosyal psikoloji, Bireylerin birbirleri ile ve sosyal çevreleriyle etkileşimini inceleyen sosyal ve bilişsel süreçlerin araştırılmasıdır. Bir başka ifadeyle sosyal psikoloji, toplum içindeki bireyin davranış bilimidir (Kağıtçıbaşı, 2010:21). Diğer bir deyişle sosyal psikoloji, sosyal koşulların bireyler üzerindeki etkisini inceleyen bir bilim dalıdır. Psikologlar veya sosyologlar genellikle bu alanda araştırma yaparlar. Davranışsal finansın insanların rasyonel hareket etmeyebileceğini öne sürmesi, sosyal psikoloji tarafından da desteklenmektedir (Freedman, 2003:86). Yatırımcılar, piyasadaki haberleri kendilerince yorumlamaktadırlar ve kararlar vermektedirler. Bu süreçte ise, "algılama" devreye girmektedir. Algı kelime anlamı olarak, "bireylerin çevrelerindeki bilgiyi-uyarıyı alması anlaması ve değerlendirmesi sürecidir." Bu durumda asıl önemli olan nokta, uyarının algılanma şeklidir. Dolayısıyla, bireyler aynı uyarıları ve bilgileri farklı şekilde algılayabilmektedirler. Algı farklılığı, bireylere ait olan değer yargıları, amaçları, tecrübeleri, ihtiyaçları, içinde bulundukları kültürel ortamları ve hatta fiziksel özelliklerinden kaynaklanmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016:117).

Antropoloji: sosyoloji, antropoloji ile ortak entelektüel köklere sahip iki alandır. Antropoloji daha ilkel toplumları incelerken, sosyoloji daha modern toplumları inceler (Turner, 1981:8). Antropoloji, "insan varlığını inceleyen" bilim alanıdır. Canlılar içerisinde yalnızca insanlar, kendi yarattığı kültür ve çevreyle etkileşimde bulunarak hayatını sürdüren canlı türüdür. Antropoloji, "insanın mekân ve zaman koşullarındaki göstermiş olduğu çeşitliliği incelerken aynı zamanda insanoğlunun yarattığı kültürel ve toplum içerisindeki benzerlikleri veya farklılıkları açıklamak için çalışmalar yapan" bilim dalıdır (Demirel, 2011:129). Antropoloji, kişilerin kökeninin, evriminin, biyolojik özelliklerinin toplumsal ve kültürel yönden incelendiği bir bilim dalıdır. Ekonomik antropoloji ise, antropoloji ve davranışsal finans arasında antropolojinin ekonomiyle sosyal hayatı bütünleştirdiğini ortaya koymaktadır (Tufan, 2008: 51).

2.6. Geleneksel ve Davranışsal Finans Farklılıkları

Geleneksel finansta bireyler, "rasyonel" olarak tanımlanırken; davranışsal finansta "normal" olarak nitelendirilmektedir (Statman, 1999: 19). Diğer bir deyişle, geleneksel finans teorileri, bireylerin rasyonel varlıklar olduklarını varsayarak karlarını maksimize etmek için nasıl davranmaları gerektiğini açıklarken, davranışsal finans bireylerin gerçek davranışlarının ne olduğunu araştırmaktadır. Dolaysıyla, "finansal karar verme davranışlarındaki psikolojik eğilimlerin durumudur." Davranışsal finans, bilişsel eğilimlerin ve duygusal durumların finansal kararlar üzerindeki etkileri aracılığıyla finansal piyasalardaki bu etkileşimin sonuçlarını araştırır (Nofsinger, 2014: 5).

Geleneksel finans teorilerinin uygulanması son derece kolaydır. Ancak son yıllarda yapılan çalışmalarda geleneksel finansal modellerin finansal piyasalarda meydana gelen durumları açıklamakta yetersiz kaldığı ortaya konmuş ve bu modeller bilişsel psikoloji gibi sosyal bilimler alanında yapılan çalışmaların sonuçları ile desteklenmiş ve zenginleştirilmiştir. Bu yeni yaklaşım "Davranışsal Finans" olarak adlandırılmıştır (Bostancı, 2003: 2).

Geleneksel Finans Teorileri, insan olgusunu rasyonel kalıplar çerçevesinde değerlendirirken, bireylerin yatırım kararını verme sürecinde, bu eylemin sonucunda sağlayacağı yararla bu kararın alınması sürecindeki zorlukları karşılaştırdıklarını ve insanların eşit bilgi seviyesine sahip iken aldıkları kararların sonuçlarını kestirebildikleri düşüncesini ileri sürmüştür. Ayrıca geleneksel finans teorilerinde, kişiler sürekli olarak kendi iktisadi çıkarlarına bağlı olarak hareket eden rasyonel varlıklar olarak kabul edilirler. Bu nedenle, bireylerin hatalarını sistematik olarak tekrar etmekten kaçınacakları varsayılmaktadır (Vaknin, 2002: 3).

Geleneksel finansta, bireylerin riskten kaçınma ve beklenen faydalarını maksimize etme davranışını sergiledikleri varsayılmaktadır. İnsanlar, bekledikleri fayda veya getiri yeterli düzeydeyse risk almayı tercih etmemektedirler. Bununla birlikte insanların söz konusu riskten kaçınma seviyelerinin birbirleri ile tutarlı şekilde oldukları varsayılmaktadır. Finans alanında yapılan çalışmalardan da anlaşılacağı

üzere, yaygın bir biçimde kabul gören ve temel olarak alınan varsayım, insanların inançlarını, yargılarını ve aldıkları kararları tamamıyla akılcı olarak şekillendirdikleri yönündedir. Bu varsayım altında, finansal piyasalardaki aktörlerin, gelecekteki olaylara yönelik ortaya koymuş oldukları öngörüleri tamamıyla önyargısız ve tahminlerini de kendi çıkarlarına yönelik kullanmaları beklenmektedir (Tekin, 2016: 94).

Geleneksel finans teorilerinden beklenen fayda teorisinde bireyler; "istikrarlı, fayda fonksiyonunu maksimize eden rasyonel bireyler" şeklinde değerlendirilmektedir. Birey davranışlarının "rasyonel birey modeli" ile açıklanamadığı da psikoloji biliminde de sık sık belirtilmektedir (Çelik, 2013: 21). Davranışsal finans yaklaşımı beklenen fayda teorisine karşılık; "beklenti teorisini" ortaya koymaktadır. Son yıllarda finans alanında yapılan deneysel çalışmaların sonuçlarına göre, hisse senetlerinin fiyatlandırılmasına ilişkin ekonometrik zaman serisi analizleri geçerliliğini ve açıklayıcı gücünü kaybetmektedir. Bir başka deyişle, geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekte de devam edebileceği varsayımına dayanan teknik analizin sınırları ve geçerliliği gitgide daralmaktadır (Shiller, 2001:13)

Davranışsal finansa göre bireyler normaldir. Bu normallik; duygularının ve ruh hallerinin birey davranışlarını etkilediğini, insanların kimi bilişsel yanlılıklarının bulunduğunu ve bundan dolayı da bireylerin teoride öngörüldüğü gibi her zaman en uygun seçimleri yapamayacaklarını, bireylerin genellikle faydalarını maksimize eden değil de kendilerini tatmin edecek tercihler yaptıklarını varsaymaktadır (Göksu, 2013:15). Davranışsal finans, "geleneksel kuramların aksine kişilerin sistematik şekilde hata yaptığını" ileri sürmektedir (Sezer, 2013: 2).

Geleneksel finans çerçevesi cazip biçimde basittir ve beklentiler bilgilerle konfirme edildiyse oldukça tatmin edicidir. Ne yazık ki, finans alanında yapılan birçok araştırmadan ve uzun yıllardan sonra, borsa ile ilgili temel bilgilerin ve gerçeklerin, ortalama getirilerin ve bireysel ticaret davranışının bu çerçeve ile yeteri kadar anlaşılabilir ve açıklanabilir olmadığı görülmüştür (Barberis ve Thaler, 2002, 1053).

3. DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ VE FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER

3.1. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans modelleri, geleneksel modellerin tatmin edici biçimde açıklayamadıkları, özellikle piyasa anomalileri başta olmak üzere yatırımcı davranışlarını açıklamak için geliştirilmiştir (Karan, 2011:292).

Davranışsal finans konusunda çeşitli modeller geliştirilmiştir. Söz konusu modeller özünde teorik olarak piyasanın yatırımcı davranışına dayandığını göstermeye çalışır. Geliştirilen bu modeller, deneysel olarak desteklenen yatırımcı davranışlarına ilişkin psikoloji biliminin (sosyal psikoloji) bulgularına dayalı varsayımlara dayanmaktadır (Ülkü, 2001:114).

Davranışsal finans modelleri, "etkin piyasa teoreminin" geçerli olmadığını savunmaktadır ve bu konuda birçok deneysel çalışma bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalarda üç modele odaklanılmaktadır.

Bu modeller;

a) Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in, "temsili yatırımcı-representative agent" modeli,

b) Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)'in "aşırı güven ve yanlı kendine atfetme" modelleri,

c) Hong ve Stein (1999)'in "heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki" üzerine kurulu modelleridir.

3.1.1. Temsili Yatırımcı Modeli

Temsili yatırımcı modelinde, "yetersiz reaksiyon" muhafazakârlık, "aşırı reaksiyon" ise temsil edilebilirlik yanlılığı ile açıklanmaktadır. Temsili yatırımcı modelinde, yatırımcıların ilgili yatırıma ilişkin kararında değişken olarak aldığı işletme karları aslında "rassal yürüyüş hipotezi" ne uygun bir zaman serisi karakteri taşımaktadır. Yatırımcıların kafasındaki belirtilen "değişim algılaması" bir "Markow süreci" olarak modellenmiştir. Söz konusu modelde "yetersiz reaksiyon", yatırımcılar karlarda bir yönde değişiklik olduğu takdirde tekrar ortalamaya döneceğine inandıkları anda oluşmaktadır. "Aşırı reaksiyon" ise, yatırımcıların, art arda aynı yöndeki sürprizden sonra, bir eğilimin başladığına inandıkları anda oluşmaktadır (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998:30)

3.1.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998) tarafından geliştirilmiş olan "Aşırı Güven ve Kendine Atfetme" modeli, iki farklı yatırımcı davranışı eğilimi üzerine oluşturulmuş olan bir modeldir. Bu modelin üzerine inşa edildiği yatırımcı eğilimleri "aşırı güven eğilimi" ve "kendine atfetme eğilimi" dir. Söz konusu modelde; özel bilgi sahibi aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel ancak özel bilgisi olmayanlara karşılık alım-satım işlemi yaparken, kendi özel bilgi sinyallerine, piyasanın açıklanmamış bilgi setine dayanarak oluşturduğu fiyatlara göre olması gerekenden fazla ağırlık vermektedir. Böylelikle de fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine yol açabilmektedir (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998: 1842).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinin özünde, hisse senetleri fiyatlarının bireysel özel bilgilere "aşırı reaksiyon" gösterdiğine buna karşılık kamuoyu sinyallerine ise "düşük reaksiyon" gösterdiğine vurgu yapılır. "Aşırı reaksiyon", bireysel özel sinyallere bağlı olarak gelişmektedir. Aynı zamanda hisse senedi getirilerindeki uzun dönem negatif ilgileşim ile ilgili bir durumdur. "Yetersiz reaksiyon" ise kamuoyunun sinyallerinin sonucunda gelişmektedir (Barak, 2008: 186). Dolaysıyla ilgili modelde yatırım araçlarının değerleri kamusal bilgilere dayanıyor ise "düşük reaksiyon", özel bilgilere dayanıyor ise "aşırı reaksiyon" gösterir.

3.1.3. Hong ve Stein'in Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif İlişki Modeli

İnteraktif İlişki modeli, "heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki"ye vurgu yapmaktadır. İnteraktif İlişki modelinde, piyasada "Haber avcıları" ve "Momentum yatırımcıları" olarak iki çeşit yatırımcı bulunmaktadır. Bu yatırımcıların ise yalnızca bir tür bilgiyi kullanabilen sınırlı "rasyonel yapıda" oldukları kabul edilir". Bir başka deyişle her iki yatırımcı çeşidi de tamamen rasyonel değildir. Yatırımcılar üzerinde sınırlı olan bir rasyonellik vardır. Dolayısıyla her yatırımcı türü erişilebilir kamusal bilginin yalnızca bazı alt kümeleriyle işlem yapabilir özelliktedir (Hong ve Stein, 1999:2143).

"Haber avcıları", tahminlerini tamamıyla geleceğe ilişkin gerçekleştirdikleri gözlemlerinden yola çıkarak gerçekleştirirken, mevcut ve geçmişe dair bilgileri tahmin yaparken kullanmakta yeterli olmamaktadır. Söz konusu yatırımcılar, herhangi bir yatırım aracını değerlendirirken temel analizi kullanan fakat teknik analiz kullanmada eksik kalan bir yatırımcı olarak değerlendirilebilir. "Momentum yatırımcıları" ise, tahmin yaparken temel analizden uzak duran, tamamıyla teknik analizlerle hareket eden yatırımcılar olarak tanımlanabilir (Meshalkina ve Gelman, 2008: 3).

Hong ve Stein'in modellerine "momentum yatırımcıları" eklendiği zaman, bu yatırımcılar geçmiş fiyatları kullanıp değerlendirme yaptıklarından haber avcılarının sebep olduğu eksik reaksiyonu tamamlamış olur. Momentum yatırımcılar nispeten basit stratejilerden yararlandıklarından dolayı, yeterli risk payının da etkisiyle birlikte ilgili süreçte piyasa verimli hale gelip, hisse senedine olan reaksiyon artmakta, fiyatlar da daha da yükselip bu da uzun dönemde aşırı reaksiyona sebep olmaktadır (Barak, 2008: 195).

3.2. Finansal Piyasalarda Anomaliler

Hızla değişim gösteren bilgi karşısında, karmaşık karar değişkenlerinden etkilenen, farklı görüşleri olan, bilgileri homojen olarak yorumlayamayan, şüphe ve korku gibi duyguların etkisinde hızlı biçimde karar veren yatırımcıların olması mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla da piyasada sıklıkla hisse senedi fiyatlarını değerinden uzaklaştıran eğilimler görülmektedir. Anomali kavramı, "genel kabul görmüş

kurallardan sapmalar" şeklinde tanımlanmaktadır (Thaler, 1987:198). Başka bir deyişle anomali; genel kabul görmüş olan esaslara ve ilkelere uyumlu olmayan "olağan dışı" bir davranış biçimini ve "paradoks" u ifade etmektedir (Özmen, 1997:11).

Hisse senedi piyasalarında gözlemlenen anomaliler; takvimsel anomaliler ve fiyat anomalileridir. Takvimsel anomaliler; saatlik, günlük, haftalık, aylık, yıllık veya belirli bir dönemin öncesinde veya sonrasında oluşan anomalilerdir. Fiyat anomalileri ise; aşırı reaksiyon ve eksik/yetersiz reaksiyondan kaynaklanan anomalilerdir.

3.2.1. Takvimsel Anomaliler

Takvimsel anomaliler, şirketlerin hisse senetlerinin çeşitli dönemler için normalin üstünde getiri sağlayabildiğini ifade etmektedir. Takvimsel anomaliler kapsamında, gün, gün içi ya da aylara göre çeşitli zamanlardaki hisse senedi getirileri çeşitlilik göstermekte, bunları değerlendirerek yatırım yapan yatırımcılar için normalin üstünde bir getirinin sağlanması mümkün olabilmektedir (Ede, 2007:3).

Takvimsel anomaliler; günlere, aylara ve tatil günlerine ilişkin anomaliler olarak üç başlık altında incelenmiştir (Thaler, 1987; Jaffe ve Westerfield, 1985).

3.2.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Günlerle ilgili anomaliler, bilimsel olarak haftanın bütün günlerinin diğer günlerle aynı getiriyi sağlamadığını ve hafta içindeki günler arasında getiri farklılıklarının olduğunu savunmaktadır. Bu kapsamda yapılmış olan çalışmalar arasında özellikle "Pazartesi" gününün diğer günlere nazaran daha farklı olduğu bazı çalışmalarla kanıtlanmıştır (Fields, 1931; Jaffe ve Westerfield, 1985).

Günlerle ilgili anomalilerin tespiti için bilinen ilk deneysel çalışma, Fields (1931) tarafından yapılmıştır. Fields, çalışmasında hafta sonuna yaklaştıkça yatırımcıların tercihlerinin riski az olan finansal varlıklara kayma eğiliminde olacağını ve böylelikle hafta sonu da fiyatların düşeceğini savunmuştur. Sonuç itibariyle hafta sonları fiyatların yukarı yönlü bir trende girip, getirilerin de arttığı görülmüştür (Ede, 2007: 5). Öte yandan Jaffe ve Westerfield (1985) haftanın günlerinin anomalilerini

inceledikleri çalışma sonucunda, İngiltere ve Kanada borsalarında en düşük getirilerin Pazartesi gününde gerçekleştiği, Avustralya ve Japon borsalarında işlem gören menkul kıymetlerin ise en düşük getirisinin Salı günlerinde gerçekleştiği bulgusuna ulaşmışlardır.

Atakan (2008) ise İMKB 100 endeksi kapsamındaki çalışmasıyla; en yüksek getirilerin Cuma günlerinde, en düşük getirilerin ise Pazartesi günlerinde olduğu sonucuna varmıştır.

Balaban (1995)'ın, İMKB'de işlem gören menkul kıymetler üzerinde yaptığı çalışmasında; haftanın diğer günlerine nazaran Cuma günlerinin istatistiksel olarak anlamlı farklılık gösterdiği gözlenmiştir. Bununla birlikte Özmen (1997), İMKB ile ilgili yaptığı çalışmada en yüksek getirinin Cuma günleri elde edildiği sonucuna ulaşmış ve haftanın günleri arasında getiri farkı olduğunu ortaya koymuştur.

3.2.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Literatürde aylarla ilgili anomaliler kapsamında en çok çalışma yapılan anomali "Ocak anomalisi"dir. Ancak ay anomalisi, ay içi anomalisi, yıl dönümü anomalisi gibi farklı çeşitleri olmasına rağmen araştırmacılar daha çok "Ocak anomalisi" üzerine odaklanmışlardır. Literatürde yapılan araştırmalarda, Ocak ayı getirilerinin yılın diğer aylarına göre farklı olduğu sonucuna varılmıştır.

Rozeff ve Kinney (1976), yetmiş yıllık bir dönemi inceleyerek yaptıkları çalışmada, yılın diğer aylarına göre Ocak ayı getirilerinin daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

Ho (1990), on iki yıllık bir dönemi inceleyerek, çeşitli ülkelerdeki hisse senedi piyasalarını analiz etmiştir. Araştırma sonucunda Ocak ayının getirisinin diğer aylarla karşılaştırıldığında daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Agrawal ve Tandon (1994) yaptıkları çalışmada Ocak anomalisinin 18 farklı ülkede geçerliliğini araştırmışlar ve bunun sonucunda 18 ülkenin 14'ünde Ocak anomalisine ilişkin önemli bulgular bulmuşlardır. Bu 18 ülkenin 15'inde en düşük getiri elde edilen ay Eylül ayı olarak belirlenmiştir.

Balaban (1995), İMKB'de beş yıllık bir dönemi kapsayan araştırmasında, "Ocak, Haziran ve Eylül" aylarında yılın diğer aylarına göre daha yüksek getiri elde edildiğini tespit etmiştir.

Bildik (2000)'in İMKB'de on yılı kapsayan verilerin incelendiği çalışmasında, Ocak ayına ilişkin anomalileri tespit etmek için endeksteki günlük değişim oranları hesaplanmış ve aylık olarak karşılaştırmıştır. Araştırmanın sonucunda, "günlük ortalama getirilerin en yüksek olduğu ayın, *Ocak ayı*" olduğu ortaya çıkmıştır.

Literatürdeki çalışmalarda görüldüğü üzere, çoğunlukla Ocak ayındaki menkul kıymet getirilerinde gözle görülür şekilde bir artış görülmüştür. Böylelikle Ocak anomalisini, borsalarda getirisi en yüksek ay olarak yorumlamak mümkündür.

3.2.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler

Anormalileri tespit etmek için yapılan çalışmalarda üzerinde durulan bir diğer konu ise, menkul kıymet getirilerinin tatil öncesi diğer işlem günlerinden farklı olmasıdır. Borsalarda resmi tatil, hafta sonu tatili, dini tatil gibi tatil öncesi ve sonrası dönemler, "tatillerle ilgili anomalilerin" kapsamında incelenmektedir.

Rogalski (1984)'nin, on yıllık verileri kullanarak yaptığı çalışmada, hisse senetlerinin hafta sonu getirileri, resmi tatilden sonraki getirilerle karşılaştırmış ve önemli farklılıklar olduğu ortaya koyulmuştur.

Kim (1988)'in çalışmasında, Kore dışındaki diğer ülke borsalarının tatil öncesinde hisse senedi getirilerinin tatilden sonraki günlere göre daha yüksek olduğu ortaya koyulmuştur.

Barone (1990), İtalya'daki Milan borsası üzerine yaptığı çalışmada, önceki bulgulara benzer şekilde Milan borsasında tatil öncesi hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğunu bulmuştur.

Özmen (1997)'in İMKB'de sekiz senelik bir dönemde resmi tatilleri inceleyerek yaptığı çalışmada, tatil öncesi getirilerin tatil sonrası getirilere göre on dört kat, diğer normal işlem günlerine göre ise beş buçuk kat daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Bildik (2000), İMKB'de tatil sonrası ve tatil öncesi hisse senedi getirilerini değerlendirmiş ve tatilden önceki günlerdeki hisse senedi getirilerinin daha fazla olduğunu tespit etmiştir.

3.2.2. Fiyat Anomalileri

Fiyat anomalileri üzerine yapılan araştırma sonucunda borsada iki anomalinin varlığı ortaya çıkmıştır. Bunlar "eksik reaksiyon ve aşırı reaksiyon anomalileri" olarak adlandırılmaktadır (Barberis vd., 1998:307).

3.2.2.1. Eksik-Yetersiz Reaksiyon

Hisse senetleri işlem gördüğü piyasalarda her zaman istenilen fiyatta değildir. Bazen olması gerekenden çok daha yüksek bir fiyata, bazen de olması gerekenden çok daha düşük bir fiyata işlem görebilir. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri hiç şüphesiz yatırımcıların psikolojik durumudur. Yatırımcıların psikolojik durumları, diğer bir deyişle psikolojik anormallikleri, hisse senetlerinin olması gerekenden farklı fiyatta çıkmasına neden olabilir. "Bir hisse senedine veya söz konusu şirkete yönelik olumlu bir haberin sonucunda hisse senedi fiyatının gerekli artışı göstermemesi" durumuna eksik tepki anomalisi denir (Barberis vd.1998:311).

Eksik - yetersiz reaksiyon anomalisi; Yatırımcıların bir ile on iki ay arasında piyasada bulunan hisse senetleri ile ilgili bazı bilgilere yeterince dikkat etmemesi durumunda, yeni bilgilerin hisse senedi fiyatlarını yavaş etkilemesi ve bu durumun zaman içinde olumlu bir unsur oluşturması söz konusudur (Barberis vd. 1998: 308).

Eksik-yetersiz anomalisi üzerine ilk çalışma Ball ve Brown (1968) tarafından yapılmıştır. Ball ve Brown, ABD pazarında on senelik 261 farklı hisseyi kapsayan çalışmalarında, şirketlerin hissedarlarının on iki ay önce başlayan kar zarar tablolarına tepki vermeye başladığını ve tepkinin bir aydır devam ettiğini ortaya koymuştur.

Abarbanell ve Bernard (1992), hisse senedi fiyatlarının kar açıklamalarına gecikmeli olarak tepki verdiklerini tespit etmişlerdir. Ancak bu durumun nedeni olarak; İşlem maliyetlerinin, yatırımcının hızlı şekilde yatırım yapmasını engellediğini ve yatırımcıların yalnızca şirket haberlerini değil, işletme analistlerinin raporlarını da incelediklerini göstermişlerdir.

Ülkü (2001)'nün İMKB ile ilgili çalışması Ekim 1999-Eylül 2000 verilerini kapsamakla birlikte, endeksteki en büyük artış Aralık ayında gerçekleşmiş olup, fiyatların 1 yıllık bir sürede tamamlandığı Kasım 1999'dan sonra yerli yatırımcılara ulaşan bilgiler ile endeksteki en büyük artış Aralık ayında gerçekleşmiştir. Çalışmada bu durum, piyasanın dış alımlara "yetersiz tepki vermesi" şeklinde açıklanmıştır.

3.2.2.2. Aşırı Reaksiyon

"Hisse senetlerinin devam eden bilgilere daha uzun bir süre boyunca verdiği tepkiye" aşırı reaksiyon anomalisi denir. Aşırı tepki anomalisi, yatırımcıların piyasaya düşen bilgilere üç-beş yıl boyunca hızlı ve tutarlı bir şekilde cevap vermesi ve bunun sonucunda bir aşırı tepki durumuyla sonuçlanması anlamına gelmektedir. Bir aşırı tepki durumu, iyi bilgiye sahip hisse senetlerinin uzun vadedeki gerçek değerlerinin üzerinde işlem görmesine sebep olmakta, böylelikle de takip eden yıllarda ortalama karlılığın düşmesine yol açmaktadır (Barberis vd., 1998: 2).

Şirketle ilgili güzel haberlerin oluşması, hisse senetlerinin aşırı fiyatlanmasına ve buna bağlı olarak da ortalama getirilerinin düşük olmasına sebep olmaktadır. Böyle bir durumda, menkul kıymetler piyasasında performansı iyi olan şirketlerin pay senetlerinin gerçek değerlerinin üzerinde fiyatlandırıldıkları ve bu yüksek fiyatlandırılmanın uzun vadede dengelendiği ifade edilebilir (Ülkü, 2001: 116).

Zarowin (1989), aşırı reaksiyonun işletme büyüklüğü ile ilişkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda, küçük ölçekli işletmelerin büyük ölçekli işletmelerden daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Gunaratne ve Yonesawa (1997), Tokyo borsasında 35 yıllık bir süre boyunca yaptıkları çalışmada hisse senetlerine yönelik aşırı tepkinin geçerliliğini test etmişlerdir. Çalışma

sonucunda; Dört yıllık takip dönemleri belirlenmiş ve bu dönemde kaybeden hisse senetlerinin aynı zaman diliminde kazanan hisse senetlerine göre %54 daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Ülkü (2001) İMKB 100 Endeksi üzerinde 11 yıllık aylık getirileri kullanarak yaptığı bir araştırma sonucunda İMKB'de bu 11 yıllık süre için aşırı bir tepki olduğunu tespit etmiştir.

Durukan (2004), İMKB'de yaptığı çalışma ile aşırı tepkinin varlığını tespit eden sonuçlar elde etmiştir. Çalışmada yatırımcıların kötü haberlere tepkilerinin iyi haberlere tepkilerinden daha fazla olduğu; bunun ise kaybetme korkusu ile ilişkili olduğu belirlenmiştir.

3.3. Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörler

3.3.1. Ekonomik Faktörler

Ekonomik faktörler, finansal piyasaları etkileyen ve dolayısıyla mevcut finansal ortamda yatırımcı davranışını yönlendiren faktörlerdir. Yatırımcılar, karar verirken hem ulusal hem de uluslararası ekonomik ve finansal platformlardaki gelişmeleri dikkate almaktadırlar.

Genel fiyat düzeyindeki, devlet harcamalarındaki, faiz oranlarındaki, para arzındaki ve döviz kurlarındaki değişimler sermaye piyasasını etkileyen ve yatırımcıları piyasadan çeken veya piyasadan uzaklaştıran bu faktörler arasındadır (Barak, 2008:49).

Sürekli enflasyon olması durumu, yatırımcıları ve yatırım kararlarını etkilemekte olan en önemli faktörlerdendir. Bilhassa menkul kıymetlere yatırım yapma düşüncesindeki bir yatırımcı, sürekli bir enflasyon ortamının varlığı halinde yatırım yapmaktan kaçınabilir. Zira işletmelerin sahip olduğu öz sermayenin defter değeri enflasyona bağlı olarak artsa dahi bu artış işletmelerin hisse senedi fiyatlarına yansımayabilir. Hatta hisse senedi fiyatlarında düşüş bile yaratabilir (Akgün, 1996: 264).

Günümüzde yatırımcılar için sermayelerinin değerini artıracak finansal yatırım araçları, bunu en kısa vadede sağlayabilecek araçlar olarak görülmektedir. Yatırımcılar orta veya uzun vadede sermayelerinin değerini artırmak istiyorlarsa, kentleşme, kamulaştırma gibi devlet tasarruflarını tahmin ederek veya turizme kazandırarak uygun alanlarda arazi elde etmek başka bir alternatif olabilir (Aşıkoğlu, 1983: 27).

Türkiye'de yatırımcıların kararlarını etkileyen faktörler arasında makroekonomik göstergelerin yanı sıra işletmenin mali durumuna yönelik bilgiler de bulunmaktadır. İşletmenin genel yapısı, sektördeki konumu, mali durumundaki değişiklikler gibi verilerin yatırım kararlarını etkileyen diğer etkenler arasında olduğu görülmektedir (Barak, 2008:50).

3.3.2. Siyasal Faktörler

Ekonomi ve siyaset birbirleriyle ilişkili kavramlardır. Bu nedenle de siyasi gelişmeler ekonomik gelişmelere yansımakta, siyasi unsurların yatırımcıların göz önünde bulundurdukları temel unsurlardan biri olduğu bilinmektedir. İç ve dış siyasi koşulların piyasaları etkilediği bilinen bir gerçektir. Siyasi istikrarın, siyasi belirsizliğin ve güvensizliğin olması, beklenmeyen savaş veya askeri müdahaleler, ülkede seçim yılı olması, terör olayları, iç veya dış politikadaki gerilimler, siyasi ve diplomatik krizler ekonomiye olumlu veya olumsuz şekilde yansır (Varışlı, 1996:231).

3.3.3. Hukuki Faktörler

Mali piyasalardaki işleyişe yönelik yasal düzenlemeler, "hukuki unsurlar" olarak ifade edilmektedir. Etkin piyasa sorununa ilişkin unsurlar ile mücadele etmek için uluslararası ilkelere ve kurallara yönelik mevzuatta yapılan düzenlemeler, piyasaların işleyişine olumlu katkıları sonucunda yatırımcı davranışlarını şekillendirmektedir. Bu düzenlemeler ile daha şeffaf, etkin, denetime açık ve dolayısıyla da yatırımcıları yanıltıcı bilgi ve manipülatif aktivitelerden koruyan "güvenli bir piyasa" yapısının oluşturulması hedeflenmektedir. Kamunun aydınlatılmasına ilişkin kural ve ilkelerin eksiksiz uygulaması, finansal piyasaların sorunsuz işleyişinin temelidir. Bu çerçevede değerlendirebilecek bir diğer faktör olan kurumsal yönetim kavramı, hisseleri halka arz edilen şirketlerde temsilci ile temsil edilen arasındaki bilgi eşitsizliğinin ortadan

kaldırılması ve yöneticilerin haksız kazanç elde etmesinin önüne geçilmesi için düzenlemeleri zorunlu kılmıştır. Kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak kar elde eder. Dolayısıyla kuruluşların belirli dönemlerde mali durumlarına ilişkin verileri kapsayan raporları yayınlamaları ve bağımsız denetim kuruluşları tarafından incelenip yatırımcıların haklarını güvence altına almaları için hukuki düzenlemeler uygulamaya konulmuştur (Varışlı, 1996:230). Yasal düzenlemeler ile yatırımcıların zihnindeki mali piyasalara ilişkin belirsizlik ve risk algısının olumlu yönde değişmesi hedeflenmektedir.

3.3.4. Bilgi Kaynakları

Yatırımcıların karar verirken değerlendirdikleri "bilgi kaynakları" üç grupta incelenir (Yılmaz, 2009:45);

- *Profesyonel bilgiler:* aracı kurumların, denetim şirketlerinin vb. kuruluşların yayınlamış oldukları raporlar ve analizler.

- *Kamuya açıklanması gerekli bilgiler:* İşletmelerin "kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince" açıklamaları gerekli olan, işletmenin faaliyetleri ve finansal durumlarına yönelik raporlar ve birleşme, satın alma vb. durumlara ilişkin bilgiler.

- *Yoruma yönelik ikincil bilgiler:* Medyada bulunan yorumlar, haberler, yatırım danışmanlarının tavsiyeleri vb. bilgilerdir.

Yatırımcıların elde ettikleri bilgilerin yetersiz, eksik, gecikmeli (piyasa yanıltıcı) olması durumunda durumu olduğundan farklı algılayıp yanlış kararlar alabilecekleri belirtiliyor. Bu sebeple yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi önemlidir.

3.3.5. Sosyo-Kültürel Faktörler

İnsanların içinde yaşadıkları Sosyo-kültürel çevre, onların tutum ve düşüncelerinin şekillendirilmesindeki önemli faktörlerden biridir. Bu bağlamda kişilerin Sosyo-kültürel durumları karar verme süreçlerini etkilemektedir. Kişilerin eğitim düzeyleri,

cinsiyetleri, yaşları ve mesleki durumları gibi faktörler karar verme düzeyindeki başlangıç noktasını belirleyecektir. Bu duruma örnek olarak, eğitim düzeyi yüksek bir tasarruf sahibi, birçok inceleme ve analiz sonucunda yatırım kararları verecek, düşük gelirli bir tasarruf sahibi, geliri yüksek olanlara göre daha ihtiyatlı olacaktır (Emektar, 2007: 41).

İçinde yaşadığı toplumun değer yargıları, sembolleri ve düşünce kalıpları bireylerin davranışlarını etkiler. Shiller (1989), insanların günlük hayatını etkileyen moda ve esintilerin hisse senedi fiyatlarını da etkilediğini savunuyor. Borsa yatırımcıları, günlerinin önemli bir bölümünü yatırımları tartışarak, hisse senetleriyle ilgili haberleri okuyarak veya diğer yatırımcıların başarısı veya başarısızlığı hakkındaki söylentileri dinleyerek veya okuyarak geçirirler. Dolayısıyla da yatırımcı davranışının sosyal olaylardan etkilenmemesi düşünülemez. Yatırımcıların birbirleri ile ilişkilerinin yatırım kararlarına etkisinin sürü psikolojisi ile hareket edilerek de açıklanabileceği belirtiliyor. Bazı zamanlarda borsada gözlemlenen aşırı tepki veya tam tersi tepkisizlik, yatırımcıların toplumsal bazı algılardan etkilenmeleri ile açıklanmaktadır (Shiller, 1989:30).

Borsada kâr etmek için yatırım pozisyonlarına sahip olma duygusu, yatırımcılar arasında bir topluluk duygusu yaratır. Yatırımcılar kayıptan endişe edip kazançtan mutlu olurken, kendileri gibi düşünen yatırımcılar ile bir araya gelip farkında olmadan bir grup oluşturmaktalar. Bireysel duygular toplum psikolojisi haline gelir. Teknik analizle uğraşan uzmanlar bunu "ayı" ve "boğa" olarak tanımladıkları iki türe ayırmaktadır (Halabak, 2006:150).

Ayı ve boğa piyasası kavramları piyasanın trendi hakkında bilgi vermektedir. Boğa piyasası, “piyasanın yükseliş trendinde olduğu yani fiyatların gelecekte iyimser bir ortamda seyredeceği ve yatırımcıların alıma geçeceği dönemdir”. Bu terimin kökeninin, boğaların her şeyi boynuzları ile aşağıdan yukarıya kaldırdıkları inancından geldiği varsayılmaktadır. Ayı piyasasında ise piyasa “aşağı yönlü düşüş” trendindedir ve piyasada “kötümser bir hava” hâkimdir (QNBFİ, 2021).

3.3.6. Psikolojik Faktörler

Finansal piyasalarda alınan yatırım kararları, yatırımcılar tarafından bilişsel kısa yollar kullanılarak alınmaktadır. Bu bilişsel önyargılara ek olarak, yatırımcılar kararlarını verirken duygularından da büyük ölçüde etkilenirler.

Yatırımcılar kişisel yetenekleri konusunda kendilerine aşırı güven duyabilirler. Benzer şekilde, girişimciler de aşırı güven duygusuna sahiptir. Aşırı güven, yatırım kararlarının manipülasyonuna yol açabilir. Bu tür manipülasyona bir örnek, piyasada çok fazla işlem yapmaktır. Yatırımcının kendisine ve aldığı kararlara aşırı güvenmesi, piyasada aşırı alım satım sonucunda elde edilebilecek beklenen getiride azalmaya yol açabilir. Araştırmalar sonucunda piyasadaki fazla sayıda işlem yapan ve portföyünü sürekli olarak değiştiren yatırımcıların daha kötü performans gösterdiği tespit edilmiştir (Barber ve Odean, 2001: 263-264).

3.4. Yatırımcıların Davranışsal Finans Kapsamındaki Eğilimleri

İnsanlar yatırım kararları alırken, birçok faktörün etkisinde kalmaktadırlar. Bu faktörlere bağlı olarak piyasa konusundaki verilere ulaşıp söz konusu verileri doğru biçimde değerlendirip karara varmak son derece zordur (Goldenberg, 2004: 131). Yatırımcılar, karar alırken spesifik hatalar yapmaya oldukça eğilimlidir. Bu hatalardan bazıları çok tehlikeli olabilmektedir. Davranışsal finans, yatırımcıların gerek kendi hatalarını, gerekse diğer hataları fark etmesine yardımcı olabilmektedir. Dolayısıyla yatırım talebini etkilemekte olan etkenleri açıklamada öncelikle yatırımcıların karar verme süreçlerine bakılması gerekmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: 614).

3.4.1. Kendini Kandırma Eğilimi

Yatırımcılar, stres altında genellikle "kendini kandırma eğilimi" ndedirler. Ekonomi bilimciler bireylerin, geçmişte yapmış oldukları hatalardan ders aldıklarını ve gelecekteki davranışlarını bu hatalara yönelik biçimlendirdiklerini varsaymaktadırlar. Buna rağmen, psikoloji bilimciler geçmişte yapılmış olan hatalardan ders alma

durumunun hileli durumları içinde barındıran bir süreç olduğunu savunurlar. "Kendini kandırma" bireylerin geçmişteki hatalardan ders alma kabiliyetlerini kısıtlamaktadır (Ertan, 2007: 28).

Aşırı Güven:

Kişiler, gerçekte bildiklerinden daha fazlasını bildiklerine inanma ve kendi yeteneklerini var olandan daha yüksek seviyede görme eğiliminde olabilirler. Bu eğilime ise "Aşırı Güven Eğilimi" denilmektedirler.

Aşırı güven durumu, finansal davranıştaki hataların en önemlilerindendir. Günlük hayatta, kendilerine aşırı güvenen kişilerin "oyun alanında" işlemler yaparken düşebilecekleri iki tür davranış hatası bulunur. Bu hatalardan ilki, başarının/yenilginin "bölmelere ayrılması" dır. Bireyler, işlemlerinin başarılı olanlarını "hatırlama" eğilimindeyken, başarısız olan işlemleri "unutma" eğilimi gösterirler. Hatalardan ikincisi ise, başarının şanstan ziyade becerilerle bağlantılı olduğunu düşünme durumudur (Bernstein, 2005: 236).

Aşırı güven, insanların risklere karşı tutumlarını da etkiler. Dolaysıyla aşırı güvenli yatırımcılar, almış oldukları risklerin seviyesini yanlış yorumlayabilmektedirler. Zira bu türdeki yatırımcılar için algılanan risk, beklenen riskten daha önemli durumdadır. Aşırı güven, yatırımcı üzerinde sahip oldukları portföylere yönelik yüksek getiri inancına sahip olmaya sebep olmaktadır. Bu durum ise algılanan riskin seviyesini değiştirmektedir (Barak, 2008: 108).

Aşırı İyimserlik:

Aşırı iyimserlik; "olayların önceden tahmin edilebileceğine inanç eğilimi ve iyi olan sonuçların kendimize, kötü olan sonuçların ise şansa ya da kişinin elinde olmayan etkenlere bağlı bulunduğunu iddia etme eğilimleri" sonucunda oluşmaktadır (Tufan, 2008: 61-62).

Aşırı iyimserlik bir başka ifadeyle, "insanların yetenek ve bilgilerini aşırı değerlendirme, başarılı olma ihtimalini aşırı iyimser tahmin etme ve başarısızlıkları

ise düşük tahmin etme" durumudur. İnsan psikolojisindeki aşırı iyimserlik yaklaşımı sebebiyle; normal ya da aşırı zor sorunlar ile karşılaşıldığında verilen cevaplar yanlış derecelendirilmektedir. Üstelik insanlar belirsizliğin olduğu ortamlarda karar verirken; varsayımda bulunulmaları gerektiği durumda oldukça dar güven aralığı bırakılıp, insanlar beklentilerinden çok, "sürpriz ile karşılaşma eğilimine" girmektedirler (Tufan, 2008: 59). Bu eğilim, kişilerin kendi bilgilerine aşırı şekilde güvenmesine, olayları kontrol etme konusunda abartmaya ve riskleri düşük tahmin etmesine yol açan bir önyargı oluşturmaktadır (Barak, 2008: 108).

3.4.2. Bilişsel Eğilimler

Bilişsel eğilimler, "bireylerin problem çözme veya karar verme gibi zihinsel süreçleri basitleştirmek için kullandıkları kısa yollar" olarak tanımlanabilir. Söz konusu kısa yollar karar vermede ve problem çözmede bireylere zamandan tasarruf gibi faydalar sağlamakla birlikte, süreç içinde bütün bilgilerin değerlendirilememesi ya da gerekli yöntemlerin kullanılamaması sebebiyle hata yapma ihtimalinin artması gibi olumsuz sonuçları da beraberinde getirebilmektedir. Dolayısıyla süreç içinde bütün bilgilerin değerlendirilmemesi ya da gerekli tekniklerin kullanılmaması, hata yapma ihtimalini arttırmaktadır (Ertan, 2007: 31).

Aşırı Tepki Verme

Aşırı tepki verme eğilimi, bireylerin uzun süredir iyi olan bilgilere aşırı tepki vererek menkul kıymetleri aşırı fiyatlamasına neden olur. Öte yandan, düşük tepki, yatırımcıların uzun vadede yeni bilgilere önem verdiği zamandır. Aslında, çoğu durumda yatırımcılar haberleri anlayamaz veya anlamak istemez. Bu nedenle geç tepki verme eğilimindedir. Bu da, hatırı sayılır bir gecikmeye yol açmaktadır. Bu durum ise, oluşturulan hisse senedi portföylerinin herhangi bir endeksten daha düşük risk ile daha yüksek getirileri elde etmelerine yol açar (Tufan, 2006:14).

Aşırı tepkiye ilişkin bulgular, hisse senedi fiyatlarının uzun vadede aynı yöne işaret eden kalıcı ve tutarlı haber davranış kalıplarına aşırı tepki verdiğini ortaya koymaktadır. Yani, uzun süre iyi haberler kaydeden menkul kıymetler aşırı fiyatlanma eğilimindedir. Daha sonra, düşük ortalama getiriye sahiptir.

İyi performansa sahip menkul kıymetler son derece yüksek derecelendirilmiştir. Bu değerlendirmeler uzun vadede ortalamaya dönmektedir (Döm, 2003: 122).

Temsil Etme

Yatırımcılar yatırım yapmadan önce bir noktayı referans alarak kararlarını buna göre verebilirler. Genellikle referans noktalarını ya geçmiş deneyimlerinden ya da gözlemlerinden seçerler. Genel olarak, geçmiş kazançlar daha etkili bir rol oynamaktadır (Ülkü, 2001:101).

Herkesin bildiği gibi, kusurlu şirketlerin hisse senetleri, mükemmel şirketlerin hisse senetlerinden çok daha düşük fiyatlıdır. Çoğu küçük yatırımcı doğal olarak iyi şirketlerin iyi hisse senetleri olduğunu düşünür, ancak bunun tersi doğrudur. Bu türdeki mantık hatalarına "temsil" denir (Bernstein, 2005: 100).

Temsil etme eğilimi, "yatırımcıların karar verme sürecinde en çarpıcı unsurlara fazla önem vermesi ve nüfus dağılımının özelliklerini göz ardı etmesi sonucu" ortaya çıkmaktadır (Ülkü, 2001: 110). Bu eğilimde olan kişiler genellikle küçük örneklem gruplarını kullanarak ve büyük veya küçük örnek gruplarından elde edilmiş olan bulguların aynı olasılık dağılımlarını vereceği çıkarımını yapıp genelleme yaparak karar vermektedirler (Barak, 2008: 100).

Çerçeveleme Etkisi

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

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

Kahneman ve Tversky tarafından incelenmiş olan bu eğilim; yatırımcıların karar alırken sadece riskten değil, aynı zamanda alternatiflerin sunulma biçiminden de etkilendiklerini belirtmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 270).

Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma, önceki kazanç ve kayıplara bağlı olma eğilimindedir. Deneysel bulgularda, kayıptan kaçınma seviyesinin öncesinde elde edilmiş kazanç ve kayıplara bağlı bulunduğuna ulaşılmıştır. Bir önceki kazancın ardından oluşan kayıplar daha az sıkıntı verirken, bir kaybın ardından gelen kayıp daha fazla sıkıntılar yaratır. Erken kazanımlar bir anlamda sonraki kayıpları desteklemekte ve bireyler riske maruz kalmaktadır. Ancak insanlar bir kaybı fark ettikten sonra ortaya çıkacak olumsuzluklara yönelik daha duyarlıdırlar ve daha çekingen davranırlar (Döm, 2003: 9). Dolayısıyla bir önceki kazanımın sonucunda oluşan kayıplar daha az sıkıntı oluştururken, kaybın ardından gelen kayıplar daha fazla üzüntü ve sıkıntı yaratmaktadır. Kazanç, bir anlamda sonraki kaybı desteklemektedir (Thaler vd., 1997: 648).

Zihinsel Muhasebe

Zihinsel muhasebe sisteminin varlığı, yatırımcının mantıksız finansal kararlar almasına yol açabilir. Zihnin farklı hesaplarında farklı bilgilerin saklanması, yatırımcıların portföylerini yönetme konusunda hatalı kararlar almalarına neden olabilir (Akin, 2009: 211).

İşletmelerin nakit akışlarını izleyen, ayıran ve sınıflandıran muhasebe sistemleri bulunduğu gibi, aynı zamanda bireylerin de zihinsel muhasebe sistemleri bulunmaktadır. Bireyler ayrıca her kararı ve eylemi farklı bir zihinsel hesapta izlemektedir. Her hesap, alınmış olan kararın yararını ve maliyetini içermektedir. Dolayısıyla bireyler hayatlarını zihinsel hesaplar ile düzenleme eğilimindedirler (Thaler, 1985: 200).

Zihinsel muhasebenin aynı zamanda yatırımcıların risk algıları üzerinde de etkisi bulunmaktadır. Bu eğilim, diğer psikolojik önyargılar ile birleşim gösterdiğinde, riskin

yanlış anlaşılmasına ve sonuç olarak portföy yatırımlarında düşük çeşitlendirmeye sebep olmaktadır (Nofsinger, 2002: 86).

Kumarcı Tuzağı

Kumarcı tuzağı, "bireylerin bir olayın sonucunu tahmin ederken bu olaydan bağımsız olarak meydana gelen geçmiş olaylardan etkilenmesi ve buna göre karar vermesidir." Bir başka deyişle, "tesadüf veya tesadüften kaynaklanan bir olayın tahmin edilebileceği yanılgısıdır." Bu yanılgı, yaşamın her alanında bağımsız olayların meydana gelme olasılığında sıklıkla görülmektedir. Söz konusu eğilim, yatırımcıların piyasa getirilerinin sonucunu iyi veya kötü şekilde tahmin etmesidir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: 615).

Kumarcı tuzağı, insanlar uygunsuz bir şekilde bir trendin tersine döneceğini tahmin ettiğinde artar. Bu durum ise; yatırımcıların bir dizinin sonunu iyi veya kötü olarak tahmin etme eğilimidir (Karan, 2011: 695-696).

3.4.3. Duygusal Eğilimler

Duygusal faktörlerin yatırımcı davranışı üzerindeki etkilerini ölçmek zordur. Bunun nedeni, insanların duygularını ölçmenin zor olmasıdır. Ancak duygular her insan için farklı anlamlar taşıyabileceğinden araştırmacılar araştırmalarında zorlanırlar (Özan, 2010:83).

Duygusal eğilimler yanlış kararlar almamıza ve olumsuz olan sonuçlarla karşılaşmamıza yol açabilmektedir. İnsanlar duygusal varlıklardır ve karar mekanizmaları bilişsel eğilimlerin ve duygusal eğilimlerin etkisinde kalmaktadır (Ertan, 2007: 41).

Belirsizlikten Kaçınma

Bu eğilim, ilk olarak Ellsberg (1961) tarafından tartışılmıştır. Ellsberg (1961)'in çalışmasında, bireylerin belirsizlik altında nasıl davrandıkları incelenmiş ve bireylerin

belirsizlik altında olmaktan hoşlanmadıkları ve içinde bulundukları durumlara katılmamayı tercih ettikleri ortaya çıkmıştır (Ertan, 2007: 44).

İnsanların çalıştıkları işletmenin pay senetlerini satın almaları, yatırım için çok sayıda işletme bulunmasına karşın kendi bölgelerindeki işletmelerin pay senetlerini tercih etmeleri ya da yurtdışında işletme pay senetlerine yatırım yapmamaları, belirsizlikten uzak durmanın bir sonucudur (Kara, 2005: 20).

Oto-Kontrol Eksikliği

Yatırımcılar kendi portföylerini yönetme konusunda avantaj sağlamak istiyorlar ise, "kendi kendilerini kontrol etmek" ve "her durumda kendilerini çok iyi yönetmeli ve kendi kendilerinin analisti" olmak zorundadırlar. Aynı zamanda yatırımcılar piyasada işlem yaparken, stratejilerine disiplinli bir şekilde uymak zorundadırlar. Aksi takdirde kayıplar yaşayacaklar ve istemeden de olsa uzun vadeli yatırımcı olacaklardır (Küden, 2014:59).

Oto-Kontrol Eksikliği, "yatırımcıların kendilerini başarılı görmeleri, ancak dış faktörlerin başarısızlığı getirdiğine inanma" eğilimidir. Dolayısıyla, başarıdan sonra yatırımcılar bilgi işleme performanslarına ve fiyat hareketlerine karar vermede bilgilerine daha fazla güvenirler. Bu eğilim, belirli bir şirketin gelirlerindeki hareket ile bir sektördeki ortalama getiri korelasyonu arasında olumsuz bir ilişki yaratabilmektedir (Tufan, 2008: 74).

Pişmanlıktan Kaçınma

Bireyler hata yaptıkları durumlarda, hata küçük olsa da pişmanlık duyarlar. Böylelikle de, gelecekte aynı pişmanlığı duymamak amacıyla davranışlarını buna göre programlamaya çalışırlar (Ertan, 2007: 47).

Yatırımcılar, devalüe edilmiş hisse senetlerinin satışını geciktirme ve kazananları çok hızlı satma eğilimindedir. Bu durum literatürde "pişmanlık teorisi" ile açıklanmaktadır. Yatırımcılar hisselerini satmaya karar verdiklerinde, hisse senedinin

ilk alım fiyatından etkilenirler. Bu etkilenme durumu insanı pişmanlık duymaya sevk eder (Barak, 2008: 118).

İnsanlar başarısızlıklarını kabul etmeye alışık değillerdir. Davranışsal finansta bu duruma "pişmanlıktan kaçınma öfkesi" denir. Bu durum ise düşük performans gösteren bir hisseyi elinde tutmaya devam etmek, sonunda yenilgi ile karşılaşmayacağımıza dair umudumuzu korumamızı sağlar. Piyasalarda en çok görülen mantıksız yatırım davranışı; "kazanan hisseleri satmaya ikna etmenin, kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olması" durumdur. Bu duruma davranışsal finans kapsamında "pişmanlıktan kaçınma eğilimi" denilir. Kötü performans gösteren bir hisseyi elde tutmayı sürdürmek, sonunda yenilgi ile karşılaşmama umudumuzu korumamızı sağlamaktadır (Bernstein, 2005: 247).

3.4.4. Sosyal Eğilimler

Yatırımcılar sürekli olarak çoğunluğun ne yaptığını merak etmekte ve yatırımlarını buna paralel yapma eğilimi sergilemektedirler. Çoğunluğun fikir birliğine vardığı bir konuda kendisi karşıt yatırım yapsa dahi psikolojik olarak kendini sorgulayacaktır. Eğer çoğunluk gibi düşünüp bu yönde yatırım yaptıysa veya yapacaksa o zaman da kararından emin olacaktır (Küden, 2014:69).

İnsanlar içerisinde yaşadığı toplumdan etkilenmektedir. Toplumun kültürel değerleri ve inanışları kişiler için önem arz etmektedir. Yatırımcıların Davranışsal Finans Kapsamındaki Eğilimleri kapsamındaki sosyal eğilimler altında sürü davranışı, bilgi çağlayanı başlıkları altında açıklanmıştır.

Sürü Davranışı

Sürü davranışı, aynı hisse senedi veya piyasada aynı anda aynı yönde (alım veya satım) işlem yapan yatırımcılar olarak tanımlanabilir. Bir yatırımcı, diğer yatırımcıların kararlarına dayanarak kararını verir veya değiştirirse, sürüye katılır. Özellikle finansal kriz dönemlerinde yarattığı yıkıcı etki ile tepki çeker (Günak, 2007: 46).

Sürü davranışı, "yatırımcının kendi bilgi ve değerlendirmeleri dışında diğer yatırımcıların gözlemlerine bağlı olarak yaptığı hareketler" olarak ifade edilmektedir. Bu davranış eğilimi, yatırımcıları piyasa hakkında bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlar. Bir yatırımcının daha önceki bir yatırım kararını diğer yatırımcıların kararlarına göre değiştirmesi ön şart olmakla birlikte, bir davranışın sürü davranışı sayılabilmesi için bütün benzer davranışların sürü davranışı olarak kabul edilmemesi gerekir (Canbaş ve Kandır, 2007: 3).

Bilgi Çağlayanı (Şelalesi)

İnsanlar ihtiyaç duyduklarından daha fazla bilgiyle karşı karşıyadır. Bu durum ise, insanların olayları anlayana veya bilgileri takip edene kadar yatırımlarını ertelemelerine sebep olabilmektedir (Küden, 2014:70).

Bireyler, karşılarındaki kişilerin davranışlarını gözlemlerler ve elde ettikleri bilgilerle hareket ederler. Kendisinden sonra gelen bireyler, kendisinden önceki bireylerin davranışlarını takip ederek veya taklit ederek birçok davranış oluşturabilirler. Aynı karar verme yöntemiyle yüz yüze gelen bireyler, aynı bilgi setiyle benzer bulgulara ulaşabilmektedir. Ortaya çıkmış olan davranış bir yatırım şelalesi oluşturabilir. Şelale, kişinin kendi bilgisini göz ardı ederek bilgi sahibi olduğunu varsaydığı diğer bireyleri taklit etmesiyle ortaya çıkar (Günak, 2007: 46).

3.5. Davranışsal Finans İle İlgili Yapılmış Çalışmalar

Odean ve Terrance (1999) çalışmalarında aşırı güven yargısının varlık piyasalarında aşırı hacim yaratmasına neden olduğunu ispatlarken, yatırımcı eğilimlerinin karlı hisse senetlerinin zamanında elden çıkarılmasını etkilediğini ve daha kısa sürede satılmasına neden olduğunu veya ihtiyaç duyulan hisse senetlerinin ihtiyaç duyduğu hisselerin bertaraf edilmesi gerekenden daha uzun sürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Nofsinger ve Sias (1999) yaptıkları çalışmada kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılar ile karşılaştırıldığında daha rasyonel davrandıklarını ve sürü davranışının fiyat üzerindeki etki derecesinin kurumsal yatırımcılar için bireysel yatırımcılara göre daha etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Barber ve Odean (2001)'in kadın ve erkeklerden oluşan yatırımcı davranışları ve getirilerini incelemek üzere yaptıkları çalışma sonucunda, erkeklerin %45 oranla daha fazla işlem yaptığını ve bunun getirilerinde düşüşe neden olduğunu göstermiştir. Söz konusu araştırmada erkeklerin yıllık getirileri %2,65 oranında azalırken, kadınların yıllık getirilerinde %1,72 oranında azalma olduğu tespit edilmiştir.

Döm (2003), bireysel yatırımcıların psikolojik yönelimlerini tespit etmek üzere yaptığı çalışma sonucunda, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını verirken ortak yargı hatalarının davranışsal finans literatüründeki bulgularla uyumlu bulgulara ulaşmıştır.

Küçüksille (2004), bireysel yatırımcıların portföylerini oluşturmada rasyonel davranışlarda bulunup bulunmadıklarını incelemiştir. Sonuç olarak, bireysel yatırımcıların portföy oluşturmada rasyonel davranışlar gösterdikleri fakat sınırlı anlama becerilerine bağlı olarak sistematik olarak mantıksız davranışlar sergiledikleri ortaya çıkmıştır.

Pompian (2006) çalışmasında çerçeveleme etkisinin yatırımcılar üzerindeki karar verme süreçleri hakkında çeşitli bulgular elde etmiştir. Çalışmasında, yatırım kararı veren bir yatırımcının birbirine çok benzeyen iki portföy arasından seçim yapması gerektiğinde, subjektif bilgilere dayalı bir portföy seçtiğini göstermiştir.

Ede (2007), çalışmasında bireysel yatırımcı davranışlarına yönelik davranışsal eğilimleri incelemeyi ve bireysel yatırımcılardaki değişiklikleri hem demografik hem de bazı ayırt edici özellikler açısından belirlemeyi amaçlamaktadır. Araştırma sonucunda birçok yatırımcının sistematik hatalar yaptığı ve mantıksız davranışlar sergilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Tetlock (2007) yaptığı çalışmada medyanın borsa üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamıştır. Çalışmada karamsar medya faktörlerini kullanarak piyasa performansını, fiyatları ve piyasa hacmini tahmin etmeye çalışmıştır. Kanıtlar ışığında yüksek medya karamsarlığının getiriler üzerinde olumsuz bir etkisi vardır. Çalışma ayrıca medyanın ürettiği yüksek ve düşük karamsarlığın yüksek yatırım hacimleriyle sonuçlandığını göstermiştir.

Gümüş, Koç ve Agalarova (2013)'nın yapmış oldukları çalışmada, Türkiye ve Azerbaycan gibi iki ülke arasında bir anket çalışması ile yatırımcıların yatırım kararlarını verirken belirli beklenti, ön yargı, duygu ve sezgilerin etkisinde kalıp kalmadıklarını belirlemeyi amaçlamışlardır. Analiz sonuçları değerlendirildiğinde gelir ve eğitim düzeyi, medeni durum, yaş ve cinsiyetin yatırımcıların kararlarında farklılaşmaya yol açtığı tespit edilmiştir.

Küden (2014), bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemeyi ve finansal profillerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Bu amaçla anket çalışması uygulanmıştır. Birçok yatırımcının yatırım kararlarında geleneksel yaklaşımın varsayımlarına aykırı davrandığı ve bu önyargıların etkisiyle sistematik hatalar yaptığı gözlemlenmiştir.

Hoffmann vd. (2011) çalışmalarında, 2007-2009 finansal krizi sırasında bireysel yatırımcıların algılarının hangi ölçüde değiştiği ve bireysel yatırımcıların algılarının alım satım ve risk almadaki davranışları ve yatırım performansları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Araştırma sonucunda, Nisan 2008 ile Mayıs 2009 arasında yatırımcı algılarının önemli ölçüde dalgalandığı, risk toleransı ve risk algılarının getiri beklentilerine göre daha az oynak olduğu tespit edilmiştir.

Akçakanat, Demir ve Songur (2011), davranışsal finans alanındaki literatür bağlamında Türkiye'deki bireysel yatırımcı davranışlarını incelemiştir. Çalışma sonucunda psikolojik önyargıların bir kısmının bireysel yatırımcıların davranışlarını etkilediği, birçok yatırımcının geleneksel yaklaşımın varsayımlarına aykırı sistematik hatalar yaptığı veya rasyonel çözümü bildikleri halde rasyonel çözümü uygulamadığı ve aynı zamanda medya, arkadaşlar vb. çevresel faktörlerin yatırımcıların tercihlerini etkileyip ve sürü davranışlarına dönüşen bu süreçler piyasalarda anormalliklere neden olmaktadır. Aşırı veya yetersiz tepkilere neden olduğunu buldular.

Figner ve Weber (2011), 3 aylık aralıklar ile çevrimiçi aracı kurum müşterilerinin getiri beklentileri, risk alma istekliliklerini ve risk davranışlarını incelemiş oldukları çalışmanın sonucunda, "Eylül 2008'den Mart 2009'a kadar olan dönemdeki" risk almanın önemli seviyede düştüğü, "Haziran 2009'dan sonraki dönemde" ise; yatırımcıların getirileri ve risk beklentileri değişirken, yatırımcılarının kendi

değerlendirmeleri şeklindeki risk davranışının sabit olarak kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

4. YÖNTEM

Bu bölümde araştırmanın yöntemi hakkındaki bilgiler verilmiş ve bu kapsamda araştırmanın nasıl gerçekleştirildiği anlatılmıştır. Araştırmanın modeli, evren ve örneklemi, veri toplama araçları, veri toplama süreci ve verilerin analizine ilişkin bilgiler sunulmuştur.

4.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi

Davranışsal Finansman, yatırımcıların sermaye piyasalarından kaynaklanan olağandışı varlık fiyatlarını ve ampirik gözlemleri anlamalarına yardımcı olur. Bu sayede yatırımcılar piyasadaki karmaşık durumlara karşı daha akıllı yatırım kararları alabilirler. Davranışsal Finans ve Sermaye Piyasaları, neo-klasik sermaye piyasası ve varlık fiyatlandırma teorisinin temelini oluşturan temel dayanakları ortaya koymakta ve davranış finansmanı objektifinden süzülmektedir. Davranışsal finans, bireylerin neden karar veremediğini ve neden pazarların davranışlarının beklendiği gibi güvenilir şekilde davrandıklarını araştıran çalışmadır. Piyasa katılımcıları olarak, bireyler pazar davranışlarını topluca etkileyen başkalarının davranışlarından etkilenir ve bu da pazardaki tüm katılımcıları etkiler. Bu noktadan hareketle bu çalışmada Türkiye'deki bireysel katılımcıların yatırım kararlarına etki eden risk faktörlerini ve demografik faktörlerin bunda etkili olup olmadığı incelenecektir. Çalışma bireysel yatırımcıların risk faktörlerini görebilmelerine katkı sağlaması açısından faydalı olacaktır.

Bu araştırmanın amacı bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörlerinin düzeylerini ve bu düzeylerinin yatırımcıların demografik özelliklerine göre farklılaşıp farklılaşmadığını belirlemektir. Bu amaca uygun olarak aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) gibi risk faktörlerinin hangi düzeyde bireysel yatırımcılar için bir risk faktörü olduğunu belirlemek hedeflenmiştir. Ayrıca bu risk faktörlerinin yatırımcıların cinsiyet, yaş, eğitim düzeyi, medeni durum, çocuk sayısı, meslek ve gelir düzeyi demografik değişkenleri açısından farklılaşıp farklılaşmadığı da incelenmiştir. Bu araştırmadabireysel yatırımcıların yatırım faaliyetlerini tanımlayan bulgulara erişmek de amaçlanmıştır. Araştırmanın amaçları ile ilişkili araştırma hipotezleri ise şöyledir;

H1: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların cinsiyetleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H2: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların yaşları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H3: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H4: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların medeni durumları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H5: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların çocuk sayıları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H6: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların meslekleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H7: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların gelir düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

Bu araştırmada araştırmanın yukarıda açıklanan amaçlarına uygun olarak nicel bir araştırma yöntemi kullanılmıştır. Araştırma modeli olarak ise tarama modeli kullanılmıştır.

4.2. Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Araştırmanın evrenini Türkiye'deki tüm bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Kolay ulaşılabilir bir örnekleme yöntemi kullanılarak bu evreni temsil eden 500 civarında örnekleme ulaşmak hedeflenmiştir. Hazırlanan anketler 10.12.2021 ve 20.12.2021 tarihleri arasında Google formlar üzerinden çevrimiçi olarak bireysel yatırımcılara gönderilmiştir. Dönüş yapan anketler incelendikten sonra bu araştırma için 498 katılımcının verilerinin kullanılabilir olduğu görülmüştür. Araştırmanın örneklemine ilişkin detaylı bilgi aşağıda bulgular kısmında verilmiştir.

4.3. Veri Toplama Araçları

Bu araştırmanın amacına uygun verileri toplamak için anket yöntemi kullanılmıştır. Araştırmanın anketi hazırlanırken ilgili literatür kapsamlı şekilde incelenmiştir ve bireysel yatırımcıların kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) faktörleri belirlenmiştir. Daha sonra bu faktörleri ölçecek anket soruları hazırlanmıştır. Uzman görüşü alınarak ankete son hali verilmiştir (Ek-X). Hazırlanan anketin son halinde 46 soru bulunmaktadır. Anket 3 bölümden oluşmaktadır. 1. bölümde katılımcıların demografik bilgilerini hedefleyen 7 soru yöneltilmiştir. 2. bölümde katılımcıların yatırım faaliyetleriyle ilgili davranışlarına yönelik bilgileri hedefleyen 7 soru yöneltilmiştir. 3. bölümde katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) gibi risk faktörlerinin düzeylerini ölçmeyi hedefleyen 32 soru yöneltilmiştir. Bu bölümdeki sorular 5'li Likert tipi sorulardır. 1 "hiç katılmıyorum" ifadesini karşılarken 5 "tamamen katılıyorum" ifadesini karşılamaktadır.

4.4. Verilerin Analizi

Araştırmanın verileri SPSS 26 programı üzerinde analiz edilmiştir. Katılımcıların demografik bilgileri ve yatırım faaliyetleriyle ilgili davranışlarına yönelik veriler betimsel olarak frekans ve yüzdeler kullanılarak analiz edilmiştir. Risk faktörleriyle ilgili veriler ortalama ve standart sapma kullanılarak analiz edilmiştir. Bu veriler için çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerleri kullanılarak normallik analizi yapılmıştır. Araştırmada kullanılan aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) ölçeklerinin güvenirliklerini analiz etmek için iç tutarlılık katsayıları (Cronbach's Alpha) hesaplanmıştır. Risk faktörlerinin demografik özelliklere göre farklılaşıp farklılaşmadığını bulmak için ilişki ve fark analizleri yapılmıştır. İki alt grubu olan değişkenler için bağımsız örneklem t testi kullanılırken, üç ve daha fazla sayıda alt grubu olan değişkenler için tek yönlü ANOVA testi kullanılmıştır. Risk faktörleri ile çocuk sayısı arasındaki ilişki ise Pearson momentler çarpımı korelasyon testi kullanılarak analiz edilmiştir.

5. BULGULAR

5.1.Katılımcıların Demografiklerine Ait Bulgular

Aşağıda Tablo 5.1'de katılımcıların demografiklerine ait elde edilen bulgular sunulmuştur.

Tablo 5.1 Katılımcıların demografik özellikleri

Değişken	Alt Grup	N	F%
Cinsiyet	Kadın	241	48,4
	Erkek	257	51,6
Yaş	20 yaş ve altı	85	17,1
	21-29 yaş	156	31,3
	30-39 yaş	118	23,7
	40-49 yaş	97	19,5
	50 yaş ve üzeri	41	8,2
Eğitim Durumu	Okur yazar	24	4,8
	İlköğretim-Lise	126	25,3
	Üniversite	314	63,1
	Lisansüstü	34	6,8
Medeni Durumu	Evli	291	58,4
	Bekar	206	41,4
Çocuk Sayısı	Yok	196	39,4
	1	106	21,3
	2	97	19,5
	3	54	10,8
	4	33	6,6
	5	10	2,0
Meslek	Kamu	141	28,3
	Özel Sektör	96	19,3
	Serbest Meslek	88	17,7
	Öğrenci	155	31,1
	Ev Hanımı	7	1,4
	Diğer	10	2,0

Gelir Düzeyi	1000-3000TL	161	32,3
	3001-6000TL	223	44,8
	6001-9000TL	97	19,5
	9001-12000TL	12	2,4
	12001 TL ve üzeri	3	0,6

Tablo 5.1'deki bulgulara göre katılımcıların %48,4'ü kadın ve %51'6'sı ise erkektir. Katılımcılardan 21-29 yaş grubundan olanların oranı %31,3, 30-39 yaş grubundan olanların oranı %23,7, 40-49 yaş grubundan olanların oranı %19,5, 20 yaş ve altında grubundan olanların oranı %17,1 ve 50 yaş ve üzeri grubundan olanların oranı ise %8,2'dir. Katılımcıların yarısından fazlası üniversite mezunu (%63,1) iken ilköğretim ve lise düzeyinde bir eğitime sahip olanların oranı %25,3'tür. Lisansüstü mezunu olan katılımcıların oranı %6,8 iken okuryazar olan katılımcıların oranı ise 4,8'dir. Katılımcıların yarısından biraz fazlası (%58,4) evli iken yarısından biraz azı da bekârdır (%41,4). Katılımcıların yarısına yakınının çocuğu bulunmamaktadır (%39,4). 1 çocuğu olan katılımcıların oranı %21,3 ve 2 çocuğu olan katılımcıların oranı %19,5'dir. Diğer taraftan 3 ve daha fazla sayıda çocuğu olanların oranı ise %19,4'tür. Katılımcıların meslekleriyle ilgili bulgulara baktığımızda katılımcıların önemli bir kısmının öğrenci olduğu görülmektedir (%31,1). Kamuda çalışan katılımcıların oranı %28,3, özel sektörde çalışan katılımcıların oranı %19,3 ve serbest meslek sahibi olan katılımcıların oranı da %17,7'dir. Son olarak katılımcıların aylık gelirlerine baktığımızda, katılımcıların yaklaşık yarısının (%44,8) aylık gelirinin 3001-6000TL olduğu görülmektedir. 1000-3000TL aylık geliri olanların oranı %32,3, 6001-9000TL aylık geliri olanların oranı %19,5 ve 9001TL ve üzeri aylık geliri olanların oranı ise %3,0'tür.

5.2. Katılımcıların Yatırım Alışkanlıklarına İlişkin Bulgular

Aşağıda Tablo 5.2'de katılımcıların yatırım alışkanlıklarıyla ilgili bulgular gösterilmiştir.

Tablo 5.2 Katılımcıların yatırım alışkanlıkları

Değişken	Alt Grup	N	F%
Finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süresi	1 yıldan az Er	135	27,1
	1-5 yıl	195	39,2
	6-10 yıl	142	28,5
	11-15 yıl	17	3,4
	16 yıl ve üzeri	8	1,6
Tercih Edilen Yatırım Araçları	Hisse senedi	170	34,1
	Tahvil	114	22,9
	Yatırım fonları	35	7,0
	Hazine bonosu	26	5,2
	Döviz	334	67,2
	Mevduat	13	2,6
	Altın	158	31,7
	Diğer	24	4,8
Portföyde bulunan yatırım aracı çeşit sayısı	1	62	12,4
	2	182	36,5
	3	91	18,3
	4	25	5,0
	5	137	27,5
Portföyde bir finansal ürünü ortalama tutma süresi	1 hafta	169	33,9
	1 ay	252	50,6
	1 yıl	42	8,4
	2 yıl	15	3,0
	3 yıl	5	1,0
	5 yıl	4	0,8
	5 yıldan fazla	9	1,8
	Öz değerlendirme	36	7,2

Yatırım yaparken yararlanılan kaynaklar	Yakın çevre	60	12,0
	Yatırım danışmanları	36	7,2
	İnternet	351	70,5
	TV kanalları	199	39,9
	Süreli yayınlar	103	20,6
	Diğer	7	10,4
Piyasa yakından takip ediliyor mu?	Evet	437	87,8
	Hayır	55	11,0
Yatırımları takip etme sıklığı	Takip etmiyorum	21	4,2
	Saatlik	202	40,6
	Günlük	221	44,4
	Haftalık	23	4,6
	Aylık	10	2,0
	Yıllık	9	1,8
	Fikrim yok	11	2,2

Tablo 5.2'deki bulgulara göre 1 yıl ve daha az süredir yatırım yapan katılımcı oranı %27,1'dir. 1-5 yıldır yatırım yapan katılımcı oranı %39,2 iken 6-10 yıldır yatırım yapan katılımcı oranı ise %28,5'tir. 11 yıl ve üzeri sürelerde yatırım yapan katılımcı oranı da %5,0'tir. Öncelikli olarak tercih edilen yatırım araçlarıyla ilgili sıralama ise şu şekildedir: Döviz (%67,2), hisse senedi (%34,1), altın (%31,7), tahvil (%22,9), yatırım fonları (%7,0), hazine bonosu (%5,2) ve mevduat (%2,6). Portföyde aynı anda bulundurulan yatırım araçları sayısı sıralaması ise 2 (%36,5), 5 (%27,5), 3 (%18,3), 1 (%12,4) ve 4 (%5,0) şeklindedir. Portföydeki yatırım araçlarını elde tutma sürelerine bakıldığında ise en çok tercih edilen sürelerin 1 ay (%50,6), 1 hafta (%33,9) ve 1 yıl (%8,4) olduğu görülmektedir. 2 yıl ve daha uzun sürelerde elde tutulan yatırım araçlarının oranı ise %6,6'dır. Yatırım yapmak için kullanılan bilgi kaynaklarına gelince, en çok kullanılan kaynağın internet olduğu görülmektedir (%70,5). Sonraki kaynaklar ise sırasıyla TV kanalları (%39,9), süreli yayınlar (%20,6), yakın çevre (%12,0), öz değerlendirme (%7,2) ve yatırım danışmanlarıdır (%7,2). Katılımcıların %87,8'inin yatırımlar için piyasayı yakından takip ettiği ve katılımcıların önemli bir kısmının bu takipleri saatlik yaptığı bulunmuştur (%40,6), diğer önemli bir kısmının ise günlük takip ettiği bulunmuştur (%44,4).

5.3. Güvenirlik Analizi

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ölçeğinin 5 alt boyutu olan aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali alt boyutlarının ayrı ayrı güvenirlik analizi yapılmıştır. Güvenirlik analizi için iç tutarlılık katsayıları (Cronbach's alpha) hesaplanmıştır. İç tutarlılık katsayıları 0,70 ve üzeri olan değerler güvenilir sayılmıştır (Nunnally, 1978). Ayrıca ölçeklerdeki her bir madde için Corrected-item total correlation değerleri belirleyici maddelerin sayılarına karar vermek için kullanılmıştır. Corrected-item total correlation değerleri öngörülen ölçekteki her bir maddenin diğeriyle olan korelâsyonunu göstermektedir (Field, 2005). Corrected-item total correlation değeri 0,30 ve üzeri olan maddeler birbirleriyle güçlü şekilde ilişkili olarak kabul edilmiş ve bir faktörü belirleyen maddeler olarak varsayılmışlardır (Field, 2005). Güvenirlik analizi bulguları Tablo 5.3'te sunulmuştur.

Tablo 5.3 Ölçeklerin İç Tutarlılık Katsayıları

Alt Boyutlar	Madde Sayısı	İç Tutarlılık Katsayısı
Aşırı Özgüven	8	0,73
Sürü Psikolojisi	2	0,66
Kaybetme Korkusu	5	0,76
Bilinirlik	4	0,74
Ruh Hali	5	0,75

9 maddeli aşırı özgüven alt boyutu ölçeğinin güvenirlik analizi yapılmış 9. maddenin Corrected-item total correlation değerinin diğer tüm maddelerin değeri pozitifken -0,19 olduğu bulunmuştur. Ayrıca, bu madde ölçekten çıkartılırsa iç tutarlılık katsayısının belirgin şekilde artacağı görülmüştür. Bu nedenlerle 9. madde ölçekten çıkartılmış ve kalan 8 madde için iç tutarlılık katsayısı 0,73 olarak hesaplanmıştır ve bu değer kriter değer olan 0,70'in üzerindedir.

Sürü psikoloji ölçeğinde 5 madde bulunmaktadır. Bu 5 madde için güvenirlik analizi yapılmıştır. Ancak 13. maddenin Corrected-item total correlation değeri -0,03

olduğundan, 11. maddenin Corrected-item total correlation değeri -0,14 olduğundan ve 10. madde Corrected-item total correlation değeri 0,08 olduğundan ve bu maddeler ölçekten çıkartıldığında iç tutarlılık katsayısı belirgin şekilde artacağından bu maddeler ölçekten çıkartılmıştır. Geriye kalan 2 maddenin iç tutarlılık katsayısı 0,66 olarak hesaplanmıştır. Bu değer kriter değer olan 0,70'e çok yakındır. Diğer taraftan, iç tutarlılık katsayısını belirleyen bir diğer etken de ölçekteki madde sayısıdır (Field, 2005). Ölçeklerdeki madde sayısı arttıkça iç tutarlılık katsayısının yükselme olasılığı da artmaktadır. Sürü psikoloji alt boyutunda sadece 2 madde bulunduğundan bu ölçek için düşük bir iç tutarlılık katsayısı elde edilmesi olasıdır. Bu nedenlerle bu ölçek için hesaplanan 0,66 değeri kabul edilebilir olarak değerlendirilmiştir.

Bilinirlik alt boyutunda bulunan 5 madde için güvenirlik analizleri yapılmış 24. madde Corrected-item total correlation değeri 0,07 bulunmuştur. Bu madde ölçekten çıkartılırsa iç tutarlılık katsayısı belirgin şekilde artacağından bu madde ölçekten çıkartılmıştır. Kalan 4 madde için hesaplanan iç tutarlılık katsayısı 0,74 olarak hesaplanmıştır ve bu değer kriter değer olan 0,70'in üzerindedir.

Ruh hali alt boyutunda bulunan 8 madde için güvenirlik analizleri yapılmış 26. madde Corrected-item total correlation değeri 0,01 bulunduğundan, 30. madde Corrected-item total correlation değeri 0,00 bulunduğundan ve 29. madde Corrected-item total correlation değeri 0,14 bulunduğundan ölçekten çıkartılmıştır. Kalan 5 madde için hesaplanan iç tutarlılık katsayısı 0,75 olarak hesaplanmıştır ve bu değer kriter değer olan 0,70'in üzerindedir.

5.4. Betimsel Bulgular ve Normallik Analizi

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörlerinin 5 alt boyutu olan aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh haline ait betimsel istatistikler Tablo 4.4'te gösterilmiştir. Betimsel istatistikler olarak minimum ve maksimum değerlerle beraber aritmetik ortalamalar ve standart sapmalar da gösterilmiştir. Tabloda ayrıca normallik analizleri için kullanılan çarpıklık ve basıklık değerleri de gösterilmiştir. Çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerlerinin ±2 aralığında olması dağılımların normal olduğuna işaret ederken bu değerlerin ±2

aralığının dışında olması dağılımların normal olmadığına işaret etmektedir (George ve Mallery, 2010).

Tablo 5.4 Normallik analizi

Aşama	Min.	Max.	Ortalama	Ss.	Çarpıklık	Basıklık
Aşırı Özgüven	1,50	5,00	3,51	0,68	-0,02	-0,21
Sürü Psikolojisi	1,00	5,00	3,78	0,90	-1,07	0,62
Kaybetme Korkusu	1,00	5,00	3,94	0,78	-0,90	0,27
Bilinirlik	1,25	5,00	3,86	0,79	-0,68	0,23
Ruh Hali	1,00	5,00	2,14	0,76	1,08	1,11

Tablo 5.4'teki bulgulara göre ortalaması en yüksek olan risk faktörü kaybetme korkusudur (3,94). Bir diğer deyişle bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını öncelikle etkileyen faktör kaybetme korkusudur. Bu faktörü bilinirlik (3,86), sürü psikolojisi (3,78), aşırı özgüven (3,51) ve ruh hali (2,14) faktörleri izlemektedir. Anketlerde 4 değerinin "katılıyorum" ifadesini, 2 değerinin ise "katılmıyorum" ifadesini karşıladığı hatırlanırsa ortalaması 4 değerine yakın olan kaybetme korkusu, bilinirlik, sürü psikolojisi ve aşırı özgüven faktörlerinin katılımcıların yatırımlarla ilgili kararlarını etkilediği söylenebilir. Diğer taraftan ortalaması 2'ye yakın olan ruh hali faktörünün ise katılımcıların kararlarını etkilemediği söylenebilir.

Bu 5 alt boyutun normallik analizlerine baktığımızda bütün çarpıklık ve basıklık değerlerinin ±2 aralığında olduğu görülmüş ve bu nedenle dağılımların normal olduğu kabul edilmiştir.

5.5. Demografik Değişkenler Açısından Fark ve İlişki Analizleri

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörlerinin 5 alt boyutu olan aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin katılımcıların demografik değişkenlerine göre farklılaşıp farklılaşmadığını görmek için fark ve ilişki analizleri yapılmıştır. Fark ve ilişki analizleri için cinsiyet, yaş, eğitim düzeyi, medeni durum, çocuk sayısı, meslek ve gelir düzeyi değişkenleri kullanılmıştır. 2 alt grubu olan değişkenler için fark analizleri *t* testi kullanılarak yapılmıştır. 3 ve daha fazla alt grubu olan değişkenlerin fark analizleri tek yönlü varyans analizi (ANOVA) kullanılarak yapılmıştır. Çocuk sayısı değişkeni için ilişki analizi Pearson momentler çarpımı korelasyon testi kullanılarak yapılmıştır.

Aşağıda Tablo 5.5'te aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin cinsiyete göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.5 Cinsiyete göre fark analizi

Aşama	**Cinsiyet**	**n**	**Ort.**	**Ss.**	**Levene Testi**		***t* Testi**	
					F	***p***	***t***	***p***
Aşırı Özgüven	Erkek	257	3,43	0,73	8,69	0,00	-2,68	0,01
	Kadın	241	3,59	0,62				
Sürü Psikolojisi	Erkek	257	3,61	1,00	38,87	0,00	-4,47	0,00
	Kadın	241	3,96	0,74				
Kaybetme Korkusu	Erkek	257	3,81	0,85	19,82	0,00	-3,66	0,00
	Kadın	241	4,07	0,68				
			3,70	0,81				

Bilinirlik	Erkek	256			3,88	0,05	-4,73	0,00
	Kadın	241	4,02	0,72				
	Erkek	256	2,26	0,83				
Ruh Hali					13,06	0,00	3,59	0,00
	Kadın	241	2,02	0,66				

Tablo 5.5'teki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin tamamı cinsiyete göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Kadınların aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu ve bilinirlik düzeyleri erkeklerinkinden anlamlı düzeyde daha yüksektir (sırasıyla; t=-2,68 ve p<0,05, t=-4,47 ve p<0,05, t=-3,66 ve p<0,05 ve t=-4,72 ve p<0,05). Diğer taraftan, erkeklerin ruh hali düzeyi kadınlarınkinden istatistiki olarak anlamlı düzeyde daha yüksektir (t=3,59 ve p<0,05). Buna "H1: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların cinsiyetleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.6'da aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin yaşa göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.6 Yaşa göre fark analizi

	Yaş	**n**	**X̄**	**Ss**		**K.T.**	**sd**	**K.O.**	***F***	***p***	
Aşırı Özgüven	20 -[a]	85	3,72	0,68	G.A.	14,69	4	3,67	8,31	0,00	a-b
	21-30[b]	156	3,31	0,67	G.İ.	217,44	492	0,44			a-e
		118	3,51	0,72	Top.	232,13	496				b.d
	40-50[d]	97	3,71	0,57							d-e
	50 +[e]	41	3,35	0,68							
Sürü Psikolojisi	20 -[a]	497	3,51	0,68	G.A.	13,25	4	3,31	4,23	0,00	b.d
	21-30[b]	85	3,90	0,84	G.İ.	384,98	492	0,78			d-e
		156	3,61	0,97	Top.	398,24	496				
	40-50[d]	118	3,81	0,91							
	50 +[e]	97	4,00	0,65							
Kaybetme Korkusu	20 -[a]	41	3,52	1,04	G.A.	16,13	4	4,03	6,93	0,00	a-e
	21-30[b]	497	3,78	0,90	G.İ.	286,16	492	0,58			b.d
		85	4,10	0,71	Top.	302,29	496				c-d
	40-50[d]	156	3,81	0,78							d-e
	50 +[e]	118	3,86	0,87							
Bilinirlik	20 -[a]	97	4,21	0,54	G.A.	9,17	4	2,29	3,79	0,00	a-e
	21-30[b]	41	3,64	0,91	G.İ.	297,02	491	0,60			d-e
		497	3,94	0,78	Top.	306,19	495				
	40-50[d]	85	3,96	0,76							
	50 +[e]	156	3,78	0,82							
Ruh Hali	20 -[a]	117	3,84	0,78	G.A.	15,03	4	3,76	6,78	0,00	b.d
	21-30[b]	97	4,04	0,72	G.İ.	272,12	491	0,55			c-d
		41	3,54	0,75	Top.	287,16	495				d-e
	40-50[d]	496	3,86	0,79							
	50 +[e]	85	2,05	0,80							

Tablo 5.6'daki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin tamamı yaşa göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Katılımcıların yaşlarına göre aşırı özgüven düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=8,31 ve p<0,05). Farklılaşmanın birebir hangi yaş grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 20 yaş altı ile 21-29 yaş grubu arasında, 20 yaş altı ile 50 yaş üzeri grubu arasında, 21-29 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında ve 40-49 yaş ile 50 yaş üzeri grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların yaşlarına göre sürü psikolojisi düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=4,23 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi yaş grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 21-29 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında ve 40-49 yaş ile 50 yaş üzeri grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların yaşlarına göre kaybetme korkusu düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,93 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi yaş grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 20 yaş altı ile 50 yaş üzeri grubu arasında, 21-29 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında, 30-39 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında ve 40-49 yaş ile 50 yaş üzeri grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların yaşlarına göre bilinirlik düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=3,79 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi yaş grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 20 yaş altı ile 50 yaş üzeri grubu arasında ve 40-49 yaş ile 50 yaş üzeri grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların yaşlarına göre ruh hali düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,78 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi yaş grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 21-29 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında, 30-39 yaş ile 40-49 yaş grubu arasında ve 40-49 yaş ile 50 yaş üzeri grubu arasında olduğu bulunmuştur. Buna göre "H2: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların yaşları arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.7'de aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin eğitim düzeyine göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.7 Eğitim düzeyine göre fark analizi

Aşama	**Eğitim Düzeyi**	**n**	**X̄**	**Ss**		**K.T.**	**sd**	**K.O.**	***F***	***p***	
Aşırı Özgüven	Okur yazar[a]	24	3,1	0,67	G.A.	8,10	3,00	2,70	5,95	0,00	a-b
	İlköğr-Lise[b]	126	3,5	0,68	G.İ.	224,03	494,0	0,45			a-c
	Üniversite[c]	314	3,5	0,66	Top.	232,13	497,0				b-d
	Lisansüstü[d]	34	3,1	0,76							c-d
Sürü Psikolojisi	Okur yazar[a]	24	3,0	0,91	G.A.	27,38	3,00	9,13	12,11	0,00	a-b
	İlköğr-Lise[b]	126	3,9	0,84	G.İ.	372,35	494,0	0,75			a-c
	Üniversite[c]	314	3,8	0,85	Top.	399,73	497,0				b-d
	Lisansüstü[d]	34	3,2	1,12							c-d
Kaybetme Korkusu	Okur yazar[a]	24	3,2	0,82	G.A.	26,54	3,00	8,85	15,85	0,00	a-b
	İlköğr-Lise[b]	126	4,0	0,79	G.İ.	275,77	494,0	0,56			a-c
	Üniversite[c]	314	4,0	0,70	Top.	302,31	497,0				b-d
	Lisansüstü[d]	34	3,3	0,93							c-d
Bilinirlik	Okur yazar[a]	24	3,2	0,91	G.A.	18,98	3,00	6,33	10,85	0,00	a-b
	İlköğr-Lise[b]	126	3,9	0,80	G.İ.	287,36	493,0	0,58			a-c
	Üniversite[c]	314	3,9	0,72	Top.	306,34	496,0				b-d
	Lisansüstü[d]	33	3,3	0,92							c-d
Ruh Hali	Okur yazar[a]	24	2,7	1,00	G.A.	29,60	3,00	9,87	18,79	0,00	a-b
	İlköğr-Lise[b]	126	1,9	0,60	G.İ.	258,86	493,0	0,53			a-c
	Üniversite[c]	314	2,1	0,73	Top.	288,46	496,0				b-d
	Lisansüstü[d]	33	2,7	0,86							c-d

Tablo 5.7'deki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin tamamı eğitim düzeyine göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Katılımcıların eğitim düzeylerine göre aşırı özgüven düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=5,95 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi eğitim düzeyi grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların okuryazar ilköğretim-lise grubu arasında,

okuryazar üniversite grubu arasında, ilköğretim-lise lisansüstü grubu arasında ve üniversite lisansüstü grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların eğitim düzeylerine göre sürü psikolojisi düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=12,11 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi eğitim düzeyi grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların okuryazar ilköğretim-lise grubu arasında, okuryazar üniversite grubu arasında, ilköğretim-lise lisansüstü grubu arasında ve üniversite lisansüstü grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların eğitim düzeylerine göre kaybetme korkusu düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=15,85 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi eğitim düzeyi grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların okuryazar ilköğretim-lise grubu arasında, okuryazar üniversite grubu arasında, ilköğretim-lise lisansüstü grubu arasında ve üniversite lisansüstü grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların eğitim düzeylerine göre bilinirlik düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=10,85 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi eğitim düzeyi grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların okuryazar ilköğretim-lise grubu arasında, okuryazar üniversite grubu arasında, ilköğretim-lise lisansüstü grubu arasında ve üniversite lisansüstü grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların eğitim düzeylerine göre ruh hali düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,78 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi eğitim düzeyi grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların okuryazar ilköğretim-lise grubu arasında, okuryazar üniversite grubu arasında, ilköğretim-lise lisansüstü grubu arasında ve üniversite lisansüstü grubu arasında olduğu bulunmuştur. Buna göre "H3: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.8'de aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin medeni duruma göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.8 Medeni duruma göre fark analizi

Aşama	**Medeni Durum**	**n**	**Ort.**	**Ss.**	**Levene Testi**		***t* Testi**	
					F	***p***	***t***	***p***
Aşırı Özgüven	Evli	291	3,58	0,65	1,51	0,22	2,86	0,00
	Bekar	206	3,41	0,72				
Sürü Psikolojisi	Evli	291	3,85	0,85	6,01	0,01	2,07	0,04
	Bekar	206	3,68	0,95				
Kaybetme Korkusu	Evli	291	4,01	0,77	0,60	0,44	2,45	0,01
	Bekar	206	3,84	0,78				
Bilinirlik	Evli	290	3,89	0,76	3,25	0,07	1,11	0,27
	Bekar	206	3,81	0,82				
Ruh Hali	Evli	290	2,02	0,64	33,76	0,00	-3,84	0,00
	Bekar	206	2,30	0,89				

Tablo 5.8'deki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu ve ruh hali düzeyleri medeni duruma göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Evlilerin aşırı özgüven, sürü psikoloji ve kaybetme korkusu düzeyleri bekarlarınkinden anlamlı düzeyde daha yüksektir (sırasıyla; t=2,86 ve p<0,05, t=2,07 ve p<0,05 ve t=2,45 ve p<0,05). Diğer taraftan bekarların ruh hali

düzeyi evlilerinkinden istatistiki olarak anlamlı düzeyde daha yüksektir (t=-3,84 ve p<0,05). Bilinirlik düzeyi açısından ise evli ve bekar katılımcılar arasında anlamlı bir farklılık bulunmamıştır. Buna göre "H4: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların medeni durumları arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.9'da aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin çocuk sayısı ile ilişki analizi bulguları gösterilmiştir. Tablo 5.9 Çocuk Sayısına Göre İlişki Analizi

Pearson Korelâsyon		Çocuk Sayısı
Aşırı Özgüven	***r***	0,06
	p	0,18
Sürü Psikolojisi	***r***	0,01
	p	0,86
Kaybetme Korkusu	***r***	0,01
	p	0,89
Bilinirlik	***r***	-0,02
	p	0,74
Ruh Hali	***r***	-0,07
	p	0,14

Tablo 5.9'daki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeyleri ile çocuk sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır (tüm r değerleri için p>0,05). Bir diğer deyişle, katılımcıların çocuk sayısı arttığı veya azaldığı zaman onların aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeyleri artmamakta veya azalmamaktadır. Buna göre "H5: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların çocuk sayıları arasında anlamlı bir farklılık vardır" red edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.10'da aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin mesleğe göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.10 Mesleğe Göre Fark Analizi

Aşama	Yaş	n	X̄	Ss		K.T.	sd	K.O.	*F*	*p*	
Aşırı Özgüven	Kamu [a]	141	3,70	0,65	G.A.	13,48	5	2,70	6,06	0,00	a.b
	Öz.Sek[b]	96	3,43	0,69	G.İ.	218,39	491	0,44			a-d
	S.Mes[c]	88	3,51	0,63	Top.	231,87	496				a-e
	Öğrnci[d]	155	3,47	0,68							a-f
	EvHanm[e]	7	2,73	0,39							c-e
	Diğer[f]	10	2,94	0,83							
Sürü Psikolojisi	Kamu [a]	141	3,96	0,76	G.A.	29,94	5	5,99	7,96	0,00	a-e
	Öz.Sek[b]	96	3,72	0,95	G.İ.	369,27	491	0,75			a-f
	S.Mes[c]	88	3,79	0,88	Top.	399,21	496				b-e
	Öğrnci[d]	155	3,76	0,91							b-f
	EvHanm[e]	7	2,36	0,69							c-e
	Diğer[f]	10	2,75	0,86							c-f
Kaybetme Korkusu	Kamu [a]	141	4,03	0,70	G.A.	24,65	5	4,93	8,73	0,00	a-e
	Öz.Sek[b]	96	3,86	0,79	G.İ.	277,44	491	0,57			a-f
	S.Mes[c]	88	4,03	0,80	Top.	302,10	496				b-e
	Öğrnci[d]	155	3,96	0,75							b-f
	EvHanm[e]	7	2,51	0,70							c-e
	Diğer[f]	10	3,06	0,65							c-f
Bilinirlik	Kamu [a]	141	3,93	0,66	G.A.	17,90	5	3,58	6,10	0,00	a-e
	Öz.Sek[b]	96	3,76	0,85	G.İ.	287,70	490	0,59			a-f
	S.Mes[c]	88	3,95	0,85	Top.	305,60	495				b-e
	Öğrnci[d]	155	3,90	0,76							c-e
	EvHanm[e]	7	2,75	0,29							c-f
	Diğer[f]	9	3,00	0,87							d-e
Ruh Hali	Kamu [a]	141	2,00	0,65	G.A.	13,89	5	2,78	4,97	0,00	a-f
	Öz.Sek[b]	96	2,16	0,67	G.İ.	274,02	490	0,56			b-f
	S.Mes[c]	88	2,11	0,78	Top.	287,91	495				c-f
	Öğrnci[d]	155	2,20	0,85							d-f
	EvHanm[e]	7	2,83	0,62							
	Diğer[f]	9	3,02	0,98							

Tablo 5.10'daki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin tamamı mesleğe göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Katılımcıların mesleklerine göre aşırı özgüven düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,06 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi meslek grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların kamu özel sektör grubu arasında, kamu öğrenci grubu arasında, kamu ev hanımı grubu arasında ve serbest meslek ev hanımı grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların mesleklerine göre sürü psikolojisi düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=7,96 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi meslek grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların kamu ev hanımı grubu arasında, kamu diğer meslek grupları arasında, özel sektör ev hanımı grubu arasında, özel sektör diğer meslek grupları arasında, serbest meslek ev hanımı grubu arasında, serbest meslek diğer meslek grupları arasında, öğrenci ev hanımı grubu arasında ve öğrenci diğer meslek grupları arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların mesleklerine göre kaybetme korkusu düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=8,73 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi meslek grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların kamu ev hanımı grubu arasında, kamu diğer meslek grupları arasında, özel sektör ev hanımı grubu arasında, özel sektör diğer meslek grupları arasında, serbest meslek ev hanımı grubu arasında, serbest meslek diğer meslek grupları arasında, öğrenci ev hanımı grubu arasında ve öğrenci diğer meslek grupları arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların mesleklerine göre bilinirlik düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,10 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi meslek grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların kamu ev hanımı grubu arasında, kamu diğer meslek grupları arasında, özel sektör ev hanımı grubu arasında, serbest meslek ev hanımı grubu arasında, serbest meslek diğer meslek grupları arasında, öğrenci ev hanımı grubu arasında ve öğrenci diğer meslek grupları arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların mesleklerine göre ruh hali düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=4,97 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi meslek grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların kamu diğer meslek grupları arasında, özel sektör diğer meslek grupları arasında, serbest meslek diğer meslek grupları arasında ve öğrenci diğer meslek grupları arasında olduğu bulunmuştur. Buna göre "H6: Yatırımcıların yatırım kararlarını

etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların meslekleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

Aşağıda Tablo 5.11'de aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin gelir durumuna göre fark analizlerinin bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.11 Gelir düzeyine göre fark analizi

Aşama	**Yaş**	**n**	**X̄**	**Ss**		**K.T.**	**sd**	**K.O.**	***F***	***p***	
Aşırı Özgüven	1000-3000[a]	161	3,40	0,71	G.A.	9,00	4	2,25	5,00	0,00	a-b
	3001-6000[b]	223	3,63	0,61	G.İ.	220,81	491	0,45			b-d
	6001-9000[c]	97	3,52	0,70	Top.	229,81	495				
	9001-12000[d]	12	2,96	0,53							
	12001 +[e]	3	3,13	1,63							
Sürü Psikolojisi	1000-3000[a]	161	3,66	0,95	G.A.	19,09	4	4,77	6,29	0,00	a-b
	3001-6000[b]	223	3,96	0,75	G.İ.	372,83	491	0,76			b-d
	6001-9000[c]	97	3,70	0,94	Top.	391,92	495				
	9001-12000[d]	12	3,00	1,04							
	12001 +[e]	3	3,17	1,76							
Kaybetme Korkusu	1000-3000[a]	161	3,88	0,79	G.A.	16,11	4	4,03	6,95	0,00	a-d
	3001-6000[b]	223	4,08	0,68	G.İ.	284,61	491	0,58			b-d
	6001-9000[c]	97	3,84	0,84	Top.	300,73	495				c-d
	9001-12000[d]	12	3,17	0,92							
	12001 +[e]	3	2,93	1,81							
Bilinirlik	1000-3000[a]	161	3,81	0,78	G.A.	15,98	4	4,00	6,82	0,00	a-d
	3001-6000[b]	223	3,98	0,72	G.İ.	287,03	490	0,59			b-d
	6001-9000[c]	97	3,81	0,79	Top.	303,01	494				c-d
	9001-12000[d]	11	2,89	0,92							
	12001 +[e]	3	3,08	1,77							
Ruh Hali	1000-3000[a]	161	2,26	0,86	G.A.	9,90	4	2,48	4,39	0,00	a-b
	3001-6000[b]	223	2,00	0,66	G.İ.	276,43	490	0,56			
	6001-9000[c]	97	2,21	0,73	Top.	286,33	494				
	9001-12000[d]	11	2,42	0,75							

	12001 +[e]	3	2,87	1,85	

Tablo 5.11'deki bulgulara göre aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali düzeylerinin tamamı gelir durumuna göre istatistiki olarak anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır. Katılımcıların gelir durumuna göre aşırı özgüven düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=5,00 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi gelir durumu grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 1000-3000TL ile 3001-6000TL grubu arasında ve 3001-6000TL ile 9001-12000TL grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların gelir durumuna göre sürü psikolojisi düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,29 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi gelir durumu grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 1000-3000TL ile 3001-6000TL grubu arasında ve 3001-6000TL ile 9001-12000TL grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların gelir durumuna göre kaybetme korkusu düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,95 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi gelir durumu grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 1000-3000TL ile 9001-12000TL grubu arasında, 3001-6000TL ile 9001-12000TL grubu arasında ve 6001-9000TL ile 9001-12000TL grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların gelir durumuna göre bilinirlik düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=6,82 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi gelir durumu grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların 1000-3000TL ile 9001-12000TL grubu arasında, 3001-6000TL ila 9001-12000TL grubu arasında ve 6001-9000TL ile 9001-12000TL grubu arasında olduğu bulunmuştur. Katılımcıların gelir durumuna göre ruh hali düzeyleri anlamlı düzeyde farklılaşmaktadır (F=4,39 ve p<0,05) ve farklılaşmanın birebir hangi gelir durumu grupları arasında olduğuna Bonferroni Post-Hoc analiziyle bakıldığında farklılıkların sadece 1000-3000TL ile 9001-12000TL grubu arasında olduğu bulunmuştur. Buna göre "H7: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların gelir düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Davranışsal Finans Teorisi giderek daha popüler hale gelmiş ve yatırımcı davranışlarını açıklamak için sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. Bununla paralel olarak bu teori üzerine yapılan bilimsel araştırmalar da tüm dünyada artmaya başlamıştır. Ancak ülkemizde yatırımcı davranışlarını Davranışsal Finans Teorisi açısından inceleyen bilimsel araştırmalar yeterince yapılmamıştır. Literatüre bir katkı yapmak amacıyla bu araştırma Davranışsal Finans Teorisini kullanarak bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörlerinin düzeylerini ve bu düzeylerinin yatırımcıların demografik özelliklerine göre farklılaşıp farklılaşmadığını incelemeyi amaçlamıştır. Bu amaca uygun olarak aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) gibi risk faktörlerinin hangi düzeyde bireysel yatırımcılar için bir risk faktörü olduğunu belirlemek hedeflenmiştir. Ayrıca bu risk faktörlerinin yatırımcıların cinsiyet, yaş, eğitim düzeyi, medeni durum, çocuk sayısı, meslek ve gelir düzeyi demografik değişkenleri açısından farklılaşıp farklılaşmadığı da incelenmiştir. Araştırmanın verileri farklı yaşlardaki, eğitim düzeylerindeki, farklı sektörlerde çalışan ve farklı gelir düzeyine sahip eşit oranda erkek ve kadın olan 498 kişiden anket yöntemiyle toplanmıştır.

Araştırmanın bulguları göstermiştir ki katılımcıların yaklaşık %27'si bir yıldan az süredir yatırım yapmaktadır. Yaklaşık %40'lık bir katılımcı grubunun ise 1 ila 5 yıllık bir süredir yatırım yaptığı bulunmuştur. Bu bulgulara dayanılarak katılımcıların yatırım alanında yüksek düzeyde tecrübelerinin olmadığı söylenebilir. Yatırımcıların en çok tercih ettiği 3 yatırım aracının döviz, hisse senedi ve altın olduğu bulunmuştur. Bir yatırım aracı olarak döviz açık ara birincidir. Dövizi tercih edenlerin oranı hisse senedi ve altını tercih edenlerin oranlarının toplamından bile fazladır. Katılımcıların tamamına yakını yatırım araçlarını bir hafta veya bir ay gibi kısa sürelerle ellerinde tutmaktadırlar. Bu bulgu finansal yatırım araçlarının en kısa vadede getiri sağlayabilecek araçlar olarak görüldüğü tespitini desteklemektedir. Yatırımcılar orta veya uzun vadede sermayelerinin değerini artırmak istiyorlarsa daha çok gayrimenkul yatırımına yönelmektedirler. Bu araştırmanın bulgularına göre bireysel yatırımcılar yatırımlarını saatlik veya günlük olacak şekilde yakından takip etmektedirler. Ancak

yatırımcıların kullandıkları bilgi kaynaklarına baktığımızda en sık kullanılan kaynağının internet olduğu görülmektedir. Bunu TV kanalları takip etmektedir. Yoğun olarak kullanılan bu kaynakların aracı kurumların, denetim şirketlerinin vb. kuruluşların yayınlamış oldukları raporlar ve analizlere dayanan profesyonel kaynaklar (Yılmaz, 2009:45) olmadığı anlaşılmaktadır. Bu bilgi kaynaklarının medyada bulunan yorumlar, haberler, yatırım danışmanlarının tavsiyeleri vb. bilgilere dayanan yoruma yönelik ikincil bilgiler olduğu anlaşılmaktadır. Bu araştırmanın bulgularıyla uyumlu olarak Pompian (2006) yatırımcıların sübjektif bilgilere dayalı olarak yatırım kararlarını oluşturduklarını bulmuştur. Bu yönelişin nedeni profesyonel bilgileri yeterince anlayamamak olabilir. Küçüksille (2004) İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların portföy oluşturmada rasyonel davranmaya çalıştıklarını, ancak sınırlı anlama becerileri nedeniyle sistematik olarak mantıksız davranışlar sergilediklerini bulmuştur. Bireysel yatırımcıların yatırımlarında daha başarılı olmaları için profesyonel kaynaklara yönelmesi gerektiği söylenebilir.

Bu araştırmada incelenen aşırı özgüven, sürü psikolojisi, kaybetme korkusu, bilinirlik, ruh hali (duygusal faktörler) risk faktörlerinin hangi düzeyde bireysel yatırımcılar için bir risk olduğuyla ilgili bulgulara baktığımızda en yüksek oranda algılanan risk faktörünün kaybetme korkusu olduğu bulunmuştur. Daha sonra sırasıyla bilinirlik, sürü psikolojisi ve aşırı özgüven bir risk faktörü olarak bulunmuşlardır. Ruh halinin (duygusal faktörler) ise bir risk faktörü olarak algılanmadığı bulunmuştur. Alanda daha önce yapılmış araştırmaların bulguları araştırmanın bu bulgularıyla uyumludur. Kaybetme korkusuyla ilgili olarak insanların kaybetmeye karşı duyarlı olduğu ve kaybetmemek için çekingen davrandıkları (Döm, 2003: 9), pişmanlık yaşamamak için davranışlarını programladıkları (Ertan, 2007: 47) tespitleri yapılmıştır. Durukan (2004), İMKB'de yaptığı çalışmada yatırımcıların kötü haberlere tepkilerinin iyi haberlere tepkilerinden daha fazla olduğunu, bununun nedeninin ise kaybetme korkusuyla ilişkili olduğunu belirlemiştir. Bilinirlik faktörüyle ilgili olarak insanların belirsizlik altında olmaktan hoşlanmadıkları ve belirsizlik içeren durumlara katılmamayı tercih ettikleri rapor edilmiştir (Ertan, 2007: 44). Bununla ilişki olarak bilinirlikleri nedeniyle insanların çalıştıkları işletmenin pay senetlerini satın aldıkları, yatırım için çok sayıda işletme bulunmasına karşın kendi bölgelerindeki işletmelerin pay senetlerini tercih ettikleri ve yurtdışında işletme pay senetlerine yatırım

yapmadıkları tespit edilmiştir. Sürü psikolojisi faktörüyle ilgili olarak alanda yapılan araştırmalar bu araştırmanın bulgularıyla uyumludur. Sürü psikolojisinin yatırımcıları piyasa hakkında bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorladığı ve diğer yatırımcıların kararlarına dayanarak kendi kararını verdiği veya değiştirdiği tespitleri yapılmıştır. Nofsinger ve Sias (1999) yaptıkları çalışmada kurumsal yatırımcılar ile bireysel yatırımcıları karşılaştırmışlar ve kurumsal yatırımcıların daha rasyonel davrandıklarını, bireysel yatırımcıların ise sürü davranışını daha çok yansıttıklarını bulmuşlardır. Döm (2003) İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların psikolojik yönelimlerini tespit etmek üzere yaptığı çalışmada bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını verirken ortak yargı hatalarına düştüklerini bulmuştur. Aşırı özgüven faktörü açısından da bu araştırmanın bulguları literatürle uyumludur. Aşırı özgüvenin yatırım kararlarının manipülasyonuna yol açabileceği ve finansal davranıştaki en önemli hatalardan bir tanesi olduğu vurgulanmış. ve piyasadaki fazla sayıda işlem yapan ve portföyünü sürekli olarak değiştiren yatırımcıların daha kötü performans gösterdiği tespit edilmiştir (Barber ve Odean, 2001: 263-264). Barak (2008: 108) aşırı özgüvenin yatırımcı üzerinde sahip oldukları portföylere yönelik yüksek getiri inancına sahip olmaya ve bu nedenle riskleri optimal seviyede değerlendirememeye neden olmaktadır vurgusunu yapmaktadır. Odean ve Terrance (1999) ise aşırı güven yargısının varlık piyasalarında aşırı hacim yaratmasına neden olduğunu, yatırımcı eğilimlerinin karlı hisse senetlerinin zamanında elden çıkarılmasını etkilediğini ve daha kısa sürede satılmasına neden olduğunu veya ihtiyaç duyulan hisse senetlerinin ihtiyaç duyduğu hisselerin bertaraf edilmesi gerekenden daha uzun sürdüğü sonucunu elde etmmişlerdir.

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali faktörlerinin yatırımcıların demografiklerine göre farklılaşıp farklılaşmadığıyla ilgili elde edilen bulgulara gelindiğinde, bu faktörlerin tamamının cinsiyete göre farklılaştığı bulunmuştur. Kadınların aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu ve bilinirlik faktörleri algı düzeylerinin erkeklerinkinden daha yüksek olduğu, tersine erkeklerin ruh hali algı düzeylerinin kadınlarınkinden daha yüksek olduğu bulunmuştur. Buna göre "H1: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların cinsiyetleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir. Bireysel yatırımcıların yaşlarına

göre de aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali risk faktörlerinin algı düzeylerinin anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur. Buna göre "H2: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların yaşları arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir. Benzer olarak bu 5 risk faktörünün algı düzeyleri bireysel yatırımcıların eğitim düzeylerine göre de anlamlı düzeyde farklılaştığı tespit edilmiş ve "H3: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir. Bireysel katılımcıların evli veya bekar olmalarına göre de risk faktörlerinin algılama düzeyleri farklılaşmaktadır. Evlilerin aşırı özgüven, sürü psikoloji ve kaybetme korkusu düzeylerinin bekarlarınkinden anlamlı düzeyde daha yüksek olduğu, tersine bekarların ruh hali risk faktörü algılama düzeyinin evlilerinkinden daha yüksek olduğu bulunmuştur. Buna göre "H4: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların medeni durumları arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi kabul edilmiştir. Diğer taraftan çocuk sayısı ile risk faktörleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmamış ve "H5: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların çocuk sayıları arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezi red edilmiştir. Bireysel yatırımcıların risk faktörü algılarının meslek türüne ve aylık gelire göre farklılaşıp farklılaşmadığıyla ilgili de bu araştırmanın bulguları bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen aşırı özgüven, sürü psikoloji, kaybetme korkusu, bilinirlik ve ruh hali faktörlerinin tamamının hem yatırımcıların mesleğine göre hem de aylık gelirlerine göre anlamlı düzeyde farklılaştığını göstermiştir. Buna göre "H6: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların meslekleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" ve "H7: Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen risk faktörleri ile yatırımcıların gelir düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık vardır" hipotezleri kabul edilmiştir.

Alanda bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen faktörlerle ilgili yeterli araştırma olmadığı daha önce belirtilmişti. Yapılan nadir araştırmaların bulgularının bu araştırmanın demografik değişkenler açısından fark bulgularını desteklediği görülmektedir. Emektar (2007: 41) yatırımcıların eğitim düzeyleri, cinsiyetleri, yaşları ve mesleki durumlarının onların kararlarını etkileyeceğini belirtmiştir. Barber ve Odean (2001) kadın ve erkeklerin yatırım davranışlarının farklı olduğunu bulmuştur.

Gümüş, Koç ve Agalarova'nın (2013) yapmış oldukları çalışmada gelir ve eğitim düzeyi, medeni durum, yaş ve cinsiyetin yatırımcıların kararlarında farklılaşmaya yol açtığı tespit edilmiştir.

Bu araştırmada alanda nadiren incelenen bir konu olan bireysel yatırımcıların kararlarını etkileyen risk faktörleri incelenmiş ve önemli bulgular elde edilmiştir. Araştırmanın bulgularının kuramlarla ve alan yazınla uyumlu olduğu görülmüştür. Araştırmanın bulgularının bireysel yatırımcıların kararlarını daha iyi anlamaya ve çözümlemeye yardım edebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca araştırmanın bulguları alan yazına bir katkı da sağlayacaktır. Araştırmanın bulguları değerlendirilirken araştırmanın bulgularının anket yöntemiyle toplanmış olması ve örneklemin internet kullanıcılarından seçilmiş olması gibi sınırlılıkları dikkate alınmalıdır.

Gelecekte Davranışsal Finans Teorisi kapsamında bireysel yatırımcıların kararlarını etkileyen risk faktörleri üzerine daha sıklıkla bilimsel araştırmalar yapılmalıdır. Bu araştırmalar daha geniş örneklem kitlesiyle ve daha kapsamlı şekilde farklı finans çevrelerinde bu konuyu araştırmalıdırlar.

KAYNAKÇA

Abarbanell, J.S. & Bernard, V.L. (1992). Tests of analysts overreaction / underreaction to earnings ınformation as an explanation for anomalous stock price behavior. *Journal of Finance, 47* (3), 1181-1207.

Agrawal, A. & Tandon, K. (1994). Anomalies or ıllusion? evidence from stock markets in eighteen countries. *Journal of International Money and Finance, 13* (1), 83-106.

Akçakanat, T., Demir, Y. & Songur, A. (2011). Yatırımcıların psikolojik eğilimleri ve yatırım davranışları arasındaki ilişki: İMKB hisse senedi yatırımcıları üzerine bir uygulama, *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10* (1), 117-145.

Akgün, A.İ. (1996). Enflasyonun finansal yönetim üzerine etkisi. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*. *6*(1):263-271.

Akın. Z., & Urhan. Ü. B. (2015). *Davranışsal oyun teorisi. iktisatta davranışsal yaklaşımlar.* İmge Kitabevi.

Akin, H. (2009). *Menkul kıymet portföy yatırımlarında davranışsal finans yönteminin kullanılması ve bir uygulama örneği* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Selçuk Üniversitesi.

Apak, S.,& Demirel, E., (2009). *Finansal yönetim: sermaye piyasaları.* Papatya Yayınevi.

Aşıkoğlu, R. (1983). Sermaye piyasası aracı olarak enflasyon ortamında tahvilleri değerleme. *Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 35, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları,* No: 13, 24-27.

Atakan, F.T. (2008). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH – GARCH Modelleri ile Test Edilmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, *37* (2), 98-110.

Atkinson, R., Atkinson, R.C. & Hilgard, E.R. (1995). *Psikolojiye giriş I.* Sosyal Yayınlar.

Balaban, E. (1995). İMKB'de ocak ayı etkisi, ömer hayyam ve ümit yaşar etkisi. *T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Genel Tebliği*, No: 9511, 231-252.

Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting ıncome numbers. *Journal of Accounting Research, 6* (2), 159-178.

Barak, O. (2008). *Davranışsal finans teori ve uygulama*. Gazi Kitabevi.

Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal Of Economics, 116*(1), 261-292.

Barberis N.. Thaler R., (2002). "A survey of behavıoral fınance" handbook of the economics of finance, Editör Constantinides, George, Milton, Harris M. ve Stulz, René, Elsevier Science B.V., Chapter 18, 1052-1114.

Barberis, N. Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A Model of Investor sentiment. *Natural Bureau of Economic Research Nber Working Paper Series,* No: 5926, 313, 1-42.

Barone, E. (1990). The Italian Stock Market Efficiency and Calendar Anomalies. *Journal of Banking and Finance, 14* (2-3), 483-510.

Başoğlu, U., Ceylan, A. & Parasız, Ş. (2009). *Finans teori, kurum ve uygulama*. Ekin Kitabevi.

Bayrak, O. K. (2012), "Davranışsal finans", sermaye piyasasında gündem, *Tspakb,* 120, 6-16.

Bernstein, W, (2005). *Yatırımın dört temel taşı*, Scala Yayıncılık, Çev: Neşenur Domaniç, Nusret Avhan.

Bıtırak, İ. A. (2010). *Türkiye'deki makro ekonomik verilerin İMKB'de işlem gören hisse senetleri getirileri üzerine etkisinin arbitraj fiyatlama modeli ile analizi* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Süleyman Demirel Üniversitesi.

Bildik, R. (2000). *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma.* İMKB Yayınevi.

Bilek, N. (2012). *2008 Küresel kriz sürecinde Türkiye'de ekonomiyi canlandırma paketinin oyun teorisi ile incelenmesi*. [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Akdeniz Üniversitesi.

Bostancı, F. (2003). *Davranışçı finans" yeterlilik etüdü.* S.P.K. Yayım No:57.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *İşletme finansının temelleri.* (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, & H. Doğukanlı) Literatür Yayınevi.

Canbaş, S. ve Kandır, Y.S. (2007). Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 22*(2):219-248.

Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde finansal yönetim.* Ekin Kitabevi.

Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of business*, 383-403.

Cornicello, G. (2004). Behavioural Finance and speculative bubble. Unpublished master's thesis). Universita Commercial Luigi Bocconi, Milano: Italy.

Çelik, Ç. (2013). *İMKB'de işlem yapan yatırımcıların davranışlarını belirlemeye yönelik bir araştırma*. İzmir.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under and overreactions, *Journal Financ*e, *53*(6).

Demirel, F. A. (2011). Türkiye antropolojisinin tarihçesi ve gelişimi üzerine. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,* (4), 128-134.

Döm, S. (2003). *Yatırımcı psikolojisi*. Değişim Yayınları.

Durukan, M. B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar. *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu: Finans Biliminin Yeni Vizyonu*, 26-28 Ekim 2004, İstanbul.

Ede, M. (2007). *Davranışsal finans ve bireysel yatırımcı davranışları üzerine ampirik bir uygulama* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Marmara üniversitesi.

Emektar, B. (2007). *Pay senedi piyasasında yatırımcı davranışlarını belirleyen güdüler ve İMKB'de bir uygulama* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Kocaeli Üniversitesi.

Erdoğan, İ. (1997). *İşletmelerde davranış*. İşletme Fakültesi Yayın No:272, Dönence Basım Ve Yayın Hizmetleri.

Erkal, E.M. (1993). *Sosyoloji (toplum bilimi).* Der Yayınevi.

Ertan, Y. (2007). *Davranışsal finans ve pişmanlık teorisi'nin döviz kuru riskinden korunma kararına etkisi* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Uludağ Üniversitesi.

Eser, Ö. (2010). *Piyasa riski ölçümü olarak riske maruz değer ve hisse senedi portföyleri için bir uygulama* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. İstanbul Üniversitesi.

Fama, E.F. (1970), Efficient capital markets: a review of teory and empirical work. *Journal of Finance, 25*, (2), 383-417.

Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal Of Finance, 46* (5), 1575–1617.

Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. & Roll, R. (1969), The adjustment of stock price new ınformation. *International Economic Review, 10* (1), 1–21.

Field, A. (2005). *Discovering Statistics Using SPSS: Second Edition*. Thousands Oak, CA: SAGE Publications Inc.

Fields, M.J. 1931. Stock prices: a problem in verification. *Journal of Business*, (4), 415-418.

Figner, B., & Weber, E. U. (2011). Who takes risks when and why? Determinants of risk taking. *Current Directions in Psychological Science, 20*(4), 211-216.

Francıs, Jack C. (1993), Management of ınvestment analysis, Mc. Graw Hill In. Ed. New York.

Freedman, Jack, L., D.,O., Sears Ve J.,M., Carlsmith, (2003). *Sosyal psikoloji.* Çev. Ali Dönmez, İmge Kitabevi, 4.Baskı.

Fuller, J. R., (2000). Behavioral finance and the sources of alpha, *Journal Of Pension Plan Investing*, February.

Fuller, R. (1998); "Behavioral Finance and Source of Alpha", *Journal of Pension Investing, 2*(3), 5-12.

George D. and Mallery P. (2010). *SPSS for Windows step by step. A simple study guide and reference.* GEN, Boston, MA: Pearson Education, Inc.

Goldenberg, H.D. (2004). Book review: beyond greed and fear. *Journal of Socio-Economics. 33*(1).

Gökbel, S.A. (2003). *Sürü temelli portföyler ve İMKB'de uygulanabilirliği*. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Göksu, A., (2013), *Portföy Yatırım kararlarında davranışsal finansın etkisi borsa İstanbul uygulaması* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Beykent Üniversitesi.

Gunaratne, P.S.M. & Yonesawa, Y. (1997). Return reversals in the tokyo stock exchange: a test of stock market overreaction. *Japan and the World Economy, 9* (3), 363-384.

Gümüş, F. B., Koç, M., ve Agalarova, M. (2013). Bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olan demografik ve psikolojik faktörlerin tespiti üzerine bir çalışma: Türkiye ve Azerbaycan uygulaması. *Kafkas Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4* (6), 71-94.

Gümüşoğlu, Ş. (2008). Rekabet ortamında karar verme süreçlerinde oyun ve fayda kuramı ilişkileri ve etkileşimi. *Review Of Social, Economic & Business Studies*, *9*(10). 287-308.

Günak, N. (2007). *İleri teknik analiz uygulamaları.* Literatür Yayınevi.

Halabak, D. (2006). *Menkul kıymet yatırım aracı olarak hisse senetleri ve türkiye'de hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Marmara Üniversitesi.

Ho, Y.K.. (1990). Stock return seasonalities in asia pacific markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*, *2* (1), 47-77.

Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2011). Individual investors and the financial crisis: how perceptions change, drive behavior, and impact performance. Netspar discassion Paper, 1-52.

Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of finance*, *54*(6), 2143-2184.

Jaffe, J. & Westerfield, R. (1985). The Week-End Effect in Common Stock Returns: The İnternational Evidence. *The Journal of Finance*, *40* (2), 433-454.

Kağıtçıbaşı, Ç. (2010). *Günümüzde insan ve insanlar sosyal psikolojiye giriş.* Evrim Yayınevi.

Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis *of* decision under risk, *Econometrica. 47*(2):263-292.

Kara, H. (2005). *Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. İstanbul Üniversitesi.

Karan, M. B. (2011). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. Gazi Kitabevi.

Kent, D., David Hirshleifer & Siew Hong Teoh (2001, April), "Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications" Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester, 139-209.

Kıyılar, M., & Akkaya M. (2016). *Davranışsal finans*. Literatür Yayıncılık.

Kim, S.W. (1988). Capitalizing on the weekend effect. *The Journal of Portfolio Management, 14* (3), 59-63.

Kocaman, B. (1995). *Yatırım teorisinde modern gelişmeler ve istanbul menkul kıymetler borsası'nda bazı gözlem ve değerlendirmeler.* MKB Araştırma Yayınları, No: 5.

Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2006). *Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. Ekin Kitabevi.

Kozanoğlu, H. (2009). Ekonomik krizler tarihi. *NTV Tarih Dergisi*, Mart Sayısı, 20-44.

Küçüksille, E. (2004). *Optimal portföy oluşturmaya davranışsal bir yaklaşım* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Süleyman Demirel Üniversitesi.

Küden, M., (2014). *Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Gediz Üniversitesi.

Malkiel, B. G. (2007). *Borsada Rastgele Seyir*. Çev., İrfan Seyrek, Canan Feyyat Ve Nesenur Domaniç, Scala Yayıncılık.

Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection. The Journal of Finance, *7* (1), 77-91.

Mazgit, İ. (2007). Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü. Finans Politik& Ekonomik Yorumlar, 10, 8-11.

Meshalkina, A. & Gelman, S. (2008). *The underreaction and overreaction in asset markets with ınsider trading.* Working Paper, Moscow.

Nofsınger, J.R. (2014). *Yatırım psikolojisi*. Çeviren: S. Gazel, Nobel Yayıncılık.

Nofsinger, J. R., & Sias, R. W. (1999). Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *The Journal of finance, 54*(6), 2263-2295.

Nofsinger, J.R. (2002). The Psychology of Investing. New Jersey: Pearson Education.

Nunnally, C. (1978). *Psychometric Theory*. New York, NY: McGraw-Hill.

Odean ve Terrance. (1999). "Do Investors Trade Too Much?". The American Economic Review, *89*(5), 1279–1296.

Öndeş, T., & Selçuk, B. A. L. I. (2010). Zıtlık ve momentum stratejilerinin hibrid bir şekilde İMKB'de kullanımı üzerine. *ODÜ Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi (ODÜSOBİAD)*, *1*(2), 93-110.

Özan, M. H. (2010). *İşletmelerde alınan finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkilerinin incelenmesi* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Dokuz Eylül Üniversitesi.

Özcan, H. (2011). *Davranışsal finansın bireysel yatırımcıların karar mekanizmaları üzerindeki etkileri: finansal yatırımcıların değerlendirmelerine yönelik bir araştırma* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Nevşehir Üniversitesi.

Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme*. S.P.K. Yayınları.

Öztürk, A. (2001). *Yöneylem araştırması*. Ekin Yayınevi, 7. Baskı.

Parasız, İ. (1992). *Para banka ve finansal piyasalar.* Ezgi Kitabevi Yayınları.

Peterson, R. L. (2012). *Karar anı: aklın para üzerindeki gücü.* (C. Feyyat, Çev.) Scala Yayınevi.

Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: building optimal portfolios that account for ınvestor biases*. New Jersey: John Wiley And Sons.

Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, *2*(2), 1-9.

Rogalski, R.J. (1984). New findings regarding day-of-the-week returns over trading and non-trading periods: a note. *Journal of Finance, 39* (5), 1603-1614.

Rozeff, M. S. & Kinney, W. R. (1976). Capital market seasonality: the case of stock returns. *Journal of Financial Economics*, *3* (4), 379-402.

Sarıaslan , H., & Erol, C. (2008). *Finansal yönetim: kavramlar, kurumlar ve ilkeler*, Siyasal Kitabevi.

Sezer, D. (2013). *Yatırımcı davranışlarının etkinliği ve psikolojik yanılsamalar* [Yayımlanmamış Doktora Tezi]. Adnan Menderes Üniversitesi.

Shiller, R. (2001). Bubbles, human judgement and expert opinion. *Cowles Foundation Discussion Paper*, 1-16.

Statman, M. (1999). Behaviorial finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal, 55*(6), 18-27.

Şenkesen, E. (2009). *Davranışsal finans ve yatırımcı duyarlılığının tahvil verimi üzerindeki etkisi: İMKB tahvil ve bono piyasasında bir uygulama* [Yayımlanmamış Doktora Tezi]. İstanbul Üniversitesi.

Taçali E. D. (2008). *Hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin arbitraj fiyatlama modeli ile analizi: Türkiye örneği* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Dokuz Eylül Üniversitesi.

Taner, B., & Akkaya, G. C. (2009). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*. Detay Yayıncılık.

Tekin, B. (2016), Beklenen fayda ve beklenti teorileri bağlamında geleneksel finans–davranışsal finans ayrımı. *Journal Of Accounting, Finance And Auditing Studies*, *2*(4),75-107.

Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal Of Finance, 62*(3), 1139-1168.

Thaler R.H., Tversky A., Kahneman D. ve Schwartz, A. (1997). The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test. *Quarterly Journal of Economics 112*(2): 647-661.

Thaler, R.H. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science 4*(3): 199-214.

Thaler, Richard H., (1987). Anomalies: the january effect, *Journal Of Economic Perspectives*, 1, 197-201.

Tufan, C., & Sarıçiçek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi Ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 15*(2), 159-182.

Tufan, E. (2008). *Davranışsal finans*. (1. Baskı). İmaj Yayınevi.

Turner, J. H. (1981). *Sociology: studying the human system.* Goodyear Publishing Company.

Usta, Ö. (2011). *İşletme finansı ve finansal yönetim*. Detay Yayıncılık, 4.Baskı.

Ülkü, N. (2001). Finansta davranış teorileri ve imkb'nin dezenflasyon programının başlangıcında fiyat davranışı. *İMKB Dergisi, 5*(17), 101-132.

Vaknin, S. (2002). *Economics: psychologys neglected branch*, United Press International Working Paper. 1-263.

Varışlı, M. T. (1996). *İçeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonlar*. İMKB.

Yılmaz, N. (2009). *Yatırımcı davranışını etkileyen faktörlerle yatırım kararları arasındaki ilişki bireysel-kurumsal yatırımcı farklılaşması*. [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. Yıldız teknik üniversitesi.

Yükçü, S., Durukan M. B, Özkol E., (1999). *Finansal yönetim*. Vizyon Yayınları.

Zarowin, P. (1989). Does The Stock Market Overreact To Corporate Earnings Information? *Journal of Finance, 44* (5), 1385-1399.

ANKET FORMU

BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE İNCELENMESİNE YÖNELİK ÖLÇEK

Bu anket, Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık Ve Finans Anabilim Dalında Dr. Öğr. Üyesi Kezban ŞİMŞEK danışmanlığında yürütülen yüksek lisans tezinin veri toplama aracı olarak hazırlanmıştır. Edinilen bilgiler, araştırma amacı dışında kullanılmayacak olup, kimse ile paylaşılmayacaktır. Soruların dikkatle cevaplanması araştırmanın geçerliliği ve güvenilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Değerli vaktinizi ayırdığınız için çok teşekkür eder, saygılar sunarız.

Dr.Öğr.Üyesi Kezban Şimşek, Mohammad Arıf Tura Zada

KATILIMCI BİLGİLERİ

1.Cinsiyetiniz?	( ) Kadın ( ) Erkek
2. Yaş aralığınız?	( ) 20 ve altı ( ) 21-29 ( ) 30-39 ( ) 40-49 ( ) 50 ve üzeri
3. Eğitim durumunuz?	( ) okur/yazar ( ) İlköğretim-Lise ( ) Üniversite ( ) Lisans Üstü
4. Medeni durumunuz?	( ) Evli ( ) Bekar
5. Çocuk sayısı?	( ) Yok ( ) 1 ( ) 2 ( ) 3( ) 4 ( ) 5 ve üzeri
6. Mesleğiniz?	( ) Kamu ( ) Özel Sektör ( ) Serbest Meslek ( ) Öğrenci ( ) Ev Hanımı ( ) Diğer
7.Geliriniz?	( ) 1.000-3.000 ( ) 3.001-6.000 ( ) 6.001-9.000 ( ) 9.001-12.000 ( )12.001 ve üzeri

BİREYSELYATIRIMCILARIN YATIRIM FAALİYETLERİNE İLİŞKİN BİLGİLER

.1. Kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yapıyorsunuz?	( ) 1 yıldan az ( ) 1-5 yıl ( ) 6-10 yıl ( )11-15 ( ) 16 yıl ve üzeri
2. Yatırım yaparken daha çok hangi yatırım araçlarını tercih edersiniz? (birden fazla seçenek işaretleyebilirsiniz)	( ) Hisse Senedi ( ) Tahvil ( ) Yatırım fonları ( ) Hazine Bonosu ( ) Döviz ( ) Mevduat ( ) Altın Diğer (Belirtiniz)
3. Portföyünüzde kaç çeşit yatırım aracı bulunmaktadır?	( ) 1 ( ) 2 ( ) 3 ( ) 4 ( ) 5 ve üzeri
4. Portföyünüzdeki bir finansal ürünü ortalama ne kadar elinizde tutuyorsunuz?	( ) 1 hafta ( ) 1 ay ( ) 1 yıl ( ) 2 yıl ( ) 3 yıl ( ) 5 yıl ( ) 5 yıldan fazla
5. Yatırım yaparken faydalandığınız bilgi kaynakları? Birden fazla seçenek işaretleyebilirsiniz)	( ) Kendi değerlendirmelerim ( ) Yakın çevrem ( ) Yatırım danışmanları ( ) İnternet ( ) Tv kanalları ( ) Süreli yayınlar(gazete ve ekonomi dergileri v.s) ( ) Diğer (Lütfen belirtiniz)
6. Piyasaları yakından takip ediyor musunuz?	( ) Evet ( ) Hayır
7. Yatırımlarınızı takip etme sıklığınız?	( ) Takip etmiyorum ( ) Saatlik ( ) Günlük ( ) Haftalık ( ) Aylık ( ) Yıllık ( ) Fikrim yok

BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN RİSK FAKTÖRLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİNE LİŞKİN İFADELER

	Aşağıdaki İfadelere Katılma Derecenizi İşaretleyiniz. {Yatırımcıların Aşırı Özgüven Ölçeği}	**Kesinlikle Katılmıyorum**	**Katılmıyorum**	**Kararsızım**	**Katılıyorum**	**Kesinlikle Katılıyorum**
1.	Doğru yatırım aracını seçmek için gerekli tüm bilgiye sahip olduğumu düşünürüm					
2.	Doğru yatırım aracını seçmek için gerekli tüm beceriye sahip olduğumu düşünürüm.					
3.	Yatırım kararı verirken yatırım danışmanı bilgisine ihtiyaç duymam					
4.	Yatırım yaparken sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerinden daha değerli olduğunu düşünürüm.					
5.	Yatırım yaparken doğru kararlar aldığımı düşünürüm.					
6.	Yatırımlarımdan elde ettiğim kazanç her zaman piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir.					
7.	Yatırım yaparken piyasada çok az yatırımcının erişebileceği bilgilerin bana avantaj sağladığını düşünüyorum.					
8.	Bir finansal yatırım aracının dönem sonu performansını incelediğimde genelde olacakları önceden bildiğime dair bir kanım olur.					
9.	Yatırım yaparken Portföyümün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan aldığım kişisel hazzı azaltır.					
	{ Yatırımcıların Sürü Psikolojisi Ölçeği }					
1.	Yatırım kararlarımda yakın iletişim kurduğum insanların yatırım tercihleri etkilidir.					
2.	Yatırım kararı verirken piyasadaki diğer yatırımcıların yatırım tercihlerini önemserim.					
3.	Yatırım kararı verirken çoğunluğun kararlarını takip ederim.					
4.	Yakın çevremin yatırım yaptığı yatırım araçlarını daha güvenli bulurum.					
5.	Çevremde kendi yatırım tercihlerime benzer tercihlerin bulunması benim için önemlidir.					
	{Yatırımcıların Kaybetme Korkusu Ölçeği }					
1.	Yatırım kararlarımda en çok kazandıran hisseleri tercih ederim.					
2.	Kaybeden hisseleri hemen elden çıkarırım.					

3.	Yatırım yaparken portföy (çeşitlendirme) oluşturarak riski azaltmaya çalışırım.					
4.	. Getirisi ve riski az olan yatırım araçlarını, getirisi ve riski yüksek yatırım araçlarına oranla daha çok tercih ederim.					
5.	Yatırım yaparken bildiğim şirketlerin hisselerini tercih ederim.					
	{ Yatırımcıların Bilinirlik Ölçeği }					
1.	Yatırım yaparken bildiğim şirketlerin hisselerini tercih ederim.					
2.	İki finansal yatırım aracı arasında karar vermek zorunda kaldığımda, en fazla bilgi sahibi olduğum yatırım aracını tercih ederim.					
3.	Tanınmamış ve küçük ölçekli işletmelerin hisselerini tanınmış ve büyük ölçekli işletmelerin hisselerine tercih ederim.					
4.	Yatırım yaparken daha çok yaşadığım şehirde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ederim					
5.	Büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetleri her zaman daha çok kazandırır.					
	{ Yatırımcıların RUH HALİ[DUYGUSAL FAKTÖRLER]}					
1.	Yatırımlarımda kayıpların verdiği üzüntü, kazançların verdiği memnuniyetten daha yüksektir.					
2.	Yatırım kararı verirken sezgilerime güvenirim.					
3.	Yatırım araçlarım kaybettiriyorsa bunun nedenini kötü şans ya da diğer dışsal faktörlere bağlarım.					
4.	Yatırım kararlarımda siyasi görüşlerim rol oynar.					
5.	Yatırım kararlarım önceki olumsuz yatırım deneyimlerimden etkilenir					
6.	Yatırım kararlarım önceki olumlu yatırım deneyimlerimden etkilenir.					
7.	Yatırım kararlarım hayal kırıklığı yaşama ihtimalimden etkilenir.					
8.	Yatırım kararlarımda dini inançlarım rol oynar.					