

T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM
TERCİHLERİNİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN
DEĞERLENDİRİLMESİ: İSTANBUL İLİ ÖRNEĞİ**

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Havva ÖZÇELİK

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YURTTADUR

İSTANBUL - 2018

TEZ TANITIM FORMU

YAZAR ADI SOYADI : Havva ÖZÇELİK
TEZİN DİLİ : Türkçe
TEZİN ADI : Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi: İstanbul İli Örneği
ENSTİTÜ : İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
ANABİLİM DALI : İşletme
TEZİN TÜRÜ : Yüksek Lisans
TEZİN TARİHİ : 08.08.2018
SAYFA SAYISI : 150
TEZ DANIŞMANLARI : Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YURTTADUR
DİZİN TERİMLERİ : Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Finansal Yatırım Araçları
TÜRKÇE ÖZET : Geleneksel finans teorileri, yatırımcıları mantıklı düşünen, akılcı bir varlık olarak tanımlamakta, ancak yaşanan spekülasyonlar mevcut teorilerle açıklanamamaktadır. Davranışsal finans, bireysel yatırımcıların finansal karar verme konusunda rasyonel davranmadıkları ve kişinin yatırım kararlarında önyargılarının etkisinde kaldıklarını savunmaktadır.

Bu çalışmada, geleneksel finans teorileri, davranışsal finans, davranışsal finansa konu olan psikolojik önyargılar, bireysel yatırımcılar ve yatırım araçları konularına değinilmiştir. Yerli ve yabancı literatür taraması yapılarak, konu hakkında aydınlatıcı bilgiler ışığında açıklamalarda bulunulmuştur.

Çalışmanın uygulama kısmında, araştırmanın konusu, amacı, metodolojisi, hipotezler, istatistiki veriler ve analizler yer almaktadır. Anketler, İstanbul'da yaşayan, rastgele örneklem ile seçilmiş 1002 bireysel yatırımcıya uygulanmış ve elde edilen veriler, Faktör Analizi, Bağımsız T Testi, Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ve Post-Hoc (Tukey Testi) Testleri ile analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda

İstanbul'da yaşayan bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini yaparken pek de rasyonel olmadıkları, psikolojik önyargıların etkisinde kaldıkları ve bu sonuçların ölkemizde yapılan benzer testlerle paralellik gösterdiği tespit edilmiştir.

DAĞITIM LİSTESİ

- : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsüne
2. YÖK Ulusal Tez Merkezine

Hava ÖZÇELİK



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM
TERCİHLERİNİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN
DEĞERLENDİRİLMESİ: İSTANBUL İLİ ÖRNEĞİ**

İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Havva ÖZÇELİK

Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YURTTADUR

İSTANBUL - 2018

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Hava ÖZÇELİK

.... /.... /2018



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Havva ÖZÇELİK'in "**Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi: İstanbul İli Örneği**" adlı tez çalışması, jürimiz tarafından İşletme anabilim dalı, İşletme bilim dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan -----

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YURTTADUR
(Danışman)

Üye -----

Dr. Öğr. Üyesi Metin UYAR

Üye -----

Dr. Öğr. Üyesi Atila HAZAR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.
.../.../2018

Prof. Dr. Nezir KÖSE
Enstitü Müdürü

ÖZET

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıları mantıklı düşünen, akılcı bir varlık olarak tanımlamakta, ancak yaşanan spekülasyonlar mevcut teorilerle açıklanamamaktadır. Davranışsal finans, bireysel yatırımcıların finansal karar verme konusunda rasyonel davranmadıkları ve kişinin yatırım kararlarında önyargılarının etkisinde kaldıklarını savunmaktadır.

Bu çalışmada, geleneksel finans teorileri, davranışsal finans, davranışsal finansa konu olan psikolojik önyargılar, bireysel yatırımcılar ve yatırım araçları konularına değinilmiştir. Yerli ve yabancı literatür taraması yapılarak, konu hakkında aydınlatıcı bilgiler ışığında açıklamalarda bulunulmuştur.

Çalışmanın uygulama kısmında, araştırmanın konusu, amacı, metodolojisi, hipotezler, istatistikî veriler ve analizler yer almaktadır. Anketler, İstanbul'da yaşayan, rastgele örneklem ile seçilmiş 1002 bireysel yatırımcıya uygulanmış ve elde edilen veriler, Faktör Analizi, Bağımsız T Testi, Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ve Post-Hoc (Tukey Testi) Testleri ile analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda İstanbul'da yaşayan bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini yaparken pek de rasyonel olmadıkları, psikolojik önyargıların etkisinde kaldıkları ve bu sonuçların ülkemizde yapılan benzer testlerle paralellik gösterdiği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Finansal Yatırım Araçları

SUMMARY

Traditional financial theories describe investors as rationalist entities but the speculations experienced cannot be explained by existing theories. Behavioral finance argues that individual investors do not make rational financial decisions and that they are affected by their prejudices while making financial decisions.

In this study, traditional finance theories, behavioral finance, psychological prejudices which are the subject matter of behavioral finance, individual investors and investment instruments, are discussed. Literature review regarding the local and foreign researches has been done and some explanations have been made in the light of crucial information about the subject matter.

The application part of the study consists of the subject, purpose, methodology, hypothesis, statistical data and analysis of the research. The questionnaires were applied to randomly selected 1002 individual investors in Istanbul and the obtained data were analyzed by Factor Analysis, Independent T Test, One Way Variance Analysis (ANOVA) and Post-Hoc (Tukey Test) Tests. The results of these analyses reveal that individual investors living in Istanbul are not much rational while making investment preferences and that they are affected by the psychological prejudices. These results are in parallel with similar tests made in our country.

Key Words: Behavioral Finances, Individual Investor, Financial Investment Tools

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
SUMMARY	II
İÇİNDEKİLER.....	III
KISALTMALAR LİSTESİ	VII
TABLolar LİSTESİ	VIII
EKLER LİSTESİ.....	XI
ÖNSÖZ.....	XII
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
FİNANS KAVRAMI, GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS	3
1.1. FİNANS KAVRAMI	3
1.2. GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ	4
1.2.1. Oyun Kuramı	4
1.2.2. Beklenen Fayda Teorisi	5
1.2.3. Etkin Piyasalar Hipotezi	7
1.2.4. Modern Portföy Teorisi	9
1.2.5. Varlık Fiyatlama Modeli	10
1.2.6. Arbitraj Fiyatlama Modeli	11
1.2.7. Zıtlık Ve Momentum Stratejileri.....	12
1.3. DAVRANIŞSAL FİNANS	12
1.3.1. Davranışsal Finans Kavramı.....	12
1.3.2. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi.....	14
1.3.2.1. Beklenti Teorisi.....	15
1.3.2.1.2. Düzeltme Süreci	16
1.3.2.1.2. Değer Fonksiyonu.....	17
1.3.2.1.3. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu.....	18
1.3.3. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi	18
1.3.3.1. Finans	19
1.3.3.2. Psikoloji	19
1.3.3.3. Sosyal Psikoloji	20
1.3.3.4. Sosyoloji	20
1.3.3.5. Antropoloji	21
1.3.4. Davranışsal Finans Modelleri.....	22
1.3.4.1. Temsili Yatırımcı Modeli	22
1.3.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli	23

1.3.4.3. Hong Ve Stein'in Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif İlişki Modeli	24
1.4. FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER.....	25
1.4.1. Takvimsel Anomaliler.....	26
1.4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler.....	26
1.4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler.....	28
1.4.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler.....	31
1.4.2. Fiyat Anomalileri.....	31
1.4.2.1. Eksik-Yetersiz Reaksiyon.....	32
1.4.2.2. Aşırı Reaksiyon.....	33
İKİNCİ BÖLÜM.....	36
BİREYSEL YATIRIMCILARIN DAVRANIŞSAL FİNANS KAPSAMINDA İNCELENEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI.....	36
2.1. KENDİNİ KANDIRMA EĞİLİMİ.....	37
2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi.....	37
2.1.1.1. Yükleme Önyargısı.....	37
2.1.1.2. Bilgi Yanılsaması.....	38
2.1.1.3. Kontrol Yanılsaması.....	38
2.1.2. Aşırı İyimser Davranma Eğilimi.....	39
2.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi.....	40
2.1.4. Sonradan Anlama Önyargısı.....	41
2.2. BİLİŞSEL EĞİLİMLER.....	42
2.2.1. Temsil Etme Eğilimi.....	42
2.2.2. Çerçeveleme.....	43
2.2.3. Mevcudiyet Yanlılığı.....	44
2.2.4. Çapa Atma.....	45
2.2.5. Kumarcı Yanılgısı.....	47
2.2.6. Kayıptan Kaçınma.....	47
2.2.7. Mizaç Etkisi.....	48
2.2.8. Ayırma Etkisi.....	49
2.2.9. Zihinsel Muhasebe.....	49
2.2.10. Tutuculuk (Muhafazakarlık).....	51
2.2.11. Doğrulama Yanlılığı.....	52
2.2.12. Bilişsel Uyumsuzluk Eğilimi.....	53
2.2.13. Kontrol İllüzyonu Eğilimi.....	54
2.3. DUYGUSAL EĞİLİMLER.....	56
2.3.1. Belirsizlikten Kaçınma.....	56
2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma.....	57

2.3.3. Hayal Kırıklığından Kaçınma.....	58
2.4. SOSYAL EĞİLİMLER	59
2.4.1. Sürü Davranışı.....	59
2.4.1.1. Rasyonel Sürü Davranışı.....	60
2.4.1.2. İrrasyonel Sürü Davranışı.....	60
2.4.2. Bilgi Çağlayanı	61
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	62
YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI, BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM ARAÇLARI.....	62
3.1. YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI	62
3.1.1. Yatırım	62
3.1.2. Yatırımcı	63
3.1.2.1. Bireysel Yatırımcı	63
3.1.2.2. Kurumsal Yatırımcı	63
3.1.2.3. Yabancı Yatırımcı.....	65
3.2. BİREYSEL YATIRIMCILAR.....	66
3.2.1. Bireysel Yatırımcıların Özellikleri.....	67
3.2.1.1. Bireysel Yatırımcıların Demografik Yapısı	67
3.2.1.2. Bireysel Yatırımcıların Psikolojik Yapısı.....	68
3.2.1.2.1. Bernewall'in İkili Modeli	68
3.2.1.2.2. Bailard, Biehl ve Kaiser'in Beşli Modeli	69
3.2.2. Bireysel Yatırımcılarda Risk Algısı	71
3.2.2.1. Riski Seven Yatırımcılar	72
3.2.2.2. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar	72
3.2.2.3. Riskten Kaçan Yatırımcılar	72
3.3. YATIRIM ARAÇLARI.....	73
3.3.1. Yerli Para Mevduatı	73
3.3.2. Döviz Mevduatı	74
3.3.3. Hisse Senedi.....	74
3.3.4. Tahvil.....	75
3.3.5. Hazine Bonosu	77
3.3.6. Repo.....	78
3.3.7. Depo Sertifikaları	78
3.3.8. Opsiyon Sözleşmeleri	79
3.3.9. Yatırım Fonları	80
3.3.10. Katılım Fonları	81
3.3.11. Bireysel Emeklilik Fonları	82
3.3.12. Vadeli İşlem Piyasaları.....	83

3.3.13. Altın	84
3.3.14. Sukuk.....	85
3.3.15. Bitcoin.....	86
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	88
BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM TERCİHLERİNİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: İSTANBUL İLİ ÖRNEĞİ	88
4.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı	88
4.2. Araştırmada Kullanılan Hipotezler	88
4.3. Araştırmanın Metodolojisi ve Verilerin Analizi	96
4.4. Araştırma Bulgularının ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	97
4.4.1. Demografik Bilgiler	97
4.4.2. Faktör Analizi	106
4.4.3. Bireysel Yatırımcıların Demografik Özellikleri İle Finansal Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi.....	108
SONUÇ	138
KAYNAKÇA.....	142
EKLER	-

KISALTMALAR LİSTESİ

A.g.e.	: ADI GEÇEN ESER
A.g.m.	: ADI GEÇEN MAKALE
A.g.t.	: ADI GEÇEN TEZ
ABD	: AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ
AFT	: ARBİTRAJ FİYATLAMA TEORİSİ
AMEX	: AMERİCAN STOCK EXCHANGE (AMERİKAN MENKUL KIYMETLER BORSASI)
BB&K	: BAİLARD, BİEHL VE KAİSER
BFT	: BEKLENEN FAYDA TEORİSİ
CFO	: CHİEF FİNANCİAL OFFİCER
EPH	: ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ
FVFM	: FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ
İMKB	: İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI
MPT	: MODERN PORTFÖY TEORİSİ
NYSE	: NEW YORK STOCK EXCHANGE (NEW YORK MENKUL KIYMETLER BORSASI)
S&P	: STANDART AND POOR'S
SPT	: SERMAYE PİYASASI TEORİSİ
TYM	: TEMSİLİ YATIRIMCI MODELİ
TEE	: TEMSİL ETME EĞİLİMİ
PKE	: PİŞMANLIKTAN KAÇINMA EĞİLİMİ
AGE	: AŞIRI GÜVEN EĞİLİMİ
SOSE	: SOSYAL EĞİLİM
DUYEG	: DUYGUSAL EĞİLİM
AGKE	: AKLA GELİŞ KOLAYLIĞI EĞİLİMİ
BİKE	: BİLGİ VE İLETİŞİM KAYNAKLI EĞİLİM
AİE	: AŞIRI İYİMSERLİK EĞİLİMİ

TABLolar LİSTESİ

Tablo	Sayfa
Tablo 1. Katılımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılım	97
Tablo 2. Katılımcıların Yaşlarına Göre Dağılım	98
Tablo 3. Katılımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılım	98
Tablo 4. Katılımcıların Çocuk Sahibi Olma Durumlarına Göre Dağılım	99
Tablo 5. Katılımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılım	99
Tablo 6. Katılımcıların Gelir Durumlarına Göre Dağılım.....	100
Tablo 7. Katılımcıların Mesleklerine Göre Dağılım.....	100
Tablo 8. Katılımcıların Tasarruf Etme Durumlarına Göre Dağılım.....	101
Tablo 9. Katılımcıların Tasarrufu Yatırıma Dönüştürme Durumuna Göre Dağılım	101
Tablo 10. Katılımcıların Tasarrufa Bütçelerinden Ayırdıkları Paya Göre Dağılım ..	101
Tablo 11. Katılımcıların Yatırım Yaptıkları Finansal Araç Türlerin Göre Dağılım* .	102
Tablo 12. Katılımcıların Portföylerindeki Yatırım Aracına Göre Dağılım.....	102
Tablo 13. Katılımcıların Finans Piyasasındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklıklarına Göre Dağılım	103
Tablo 14. Katılımcıların Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yapma Sürelerine Göre Dağılım	103
Tablo 15. Katılımcıların Yatırımlarındaki Kar/Zarar Takibine Göre Dağılım.....	104
Tablo 16. Katılımcıların Portföylerindeki Finansal Ürünü Elinde Bulundurma Süresine Göre Dağılım	104
Tablo 17. Katılımcıların Portföylerini Takip Ederken Kullandıkları Bilgi Kaynaklarına Göre Dağılım*	104
Tablo 18. Katılımcıların Yeni Yatırım Yapma Sebeplerine Göre Dağılım	105
Tablo 19. Faktör Analizini Açıklayan Varyans Tablosu	106
Tablo 20. Boyutlara Karşılık Gelen Ölçek İfadeleri ve Madde Yükleri	107
Tablo 21. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Cinsiyetlerine Göre Farklılık Analizi*	108
Tablo 22. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Yaşa Göre Farklılık Analizi*	110
Tablo 23. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Medeni Durumlarına Göre Farklılık Analizi*	114
Tablo 24. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Eğitim Durumlarına Göre Farklılık Analizi*	116
Tablo 25. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Gelir Durumlarına Göre Farklılık Analizi*	119

Tablo 26. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Mesleklerine Göre Farklılık Analizi*	122
Tablo 27. Katılımcıların Finansal Yatırımları İçin Bütçelerinden Ayırdıkları Paya Göre Farklılık Analizi*	125
Tablo 28. Katılımcıların Portföylerindeki Yatırım Araçları Sayısına Göre Farklılık Analizi*	128
Tablo 29. Katılımcıların Finansal Piyasalardaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklıklarına Göre Farklılık Analizi*	130
Tablo 30. Katılımcıların Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yapma Sürelerine Göre Farklılık Analizi*	133
Tablo 31. Katılımcıların Yatırımlarındaki Kar/Zarar Durumunu Takip Etme Sıklıklarına Göre Farklılık Analizi*	135



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1: Kuramsal Değer Fonksiyonu	17
Şekil 2: Davranışsal Finansın Bilim Alanları	19
Şekil 3: BB&K Modelinin Grafikselsel Temsili	70



EKLER LİSTESİ

EK-A. :ANKET FORMU: BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM
TERCİHLERİNİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN
DEĞERLENDİRİLMESİ: İSTANBUL İLİ ÖRNEĞİ



ÖNSÖZ

Yüksek lisans tezimin hazırlanmasında her türlü bilgi, tecrübe ve ilgisiyle desteğini bir an bile esirgemeyen çok değerli tez danışmanım ve sevgili hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Mustafa Yurttadur'a, bana güvenen ve tezi tamamlamamda manevi destek veren tüm arkadaşlarıma ve aileme, ayrıca vermiş olduğu cesaretle bu tezi yazmamda desteğini bir an bile esirgemeyen değerli yol arkadaşım Sayın İbrahim Sayın'a teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Tez çalışmamı, yüksek lisans eğitimim ve tez yazım sürecimde kendisine ayırmam gereken zamanı büyük bir fedakârlıkla paylaşan, göstermiş olduğu destek ve anlayıştan dolayı hakkını ödeyemeyeceğim biricik kızım Zeynep Ada'ya ithaf ederim.

Hava ÖZÇELİK

İstanbul, 2018

GİRİŞ

Psikoloji, doğumdan ölüme kadar insanın tüm yaşam alanlarıyla yakından ilgilidir. Bu nedenle insanlar, varoluştan bu yana hayatlarına nüfuz eden her alanda psikolojik faktörlerin etkisinde kalmışlardır.

Psikoloji bilimi ile finans bilimini aynı potada buluşturan, yatırımcıların finansal kararlar konusundaki tutumlarıdır. İnsanlar, özellikle para kazanmaya başladıklarında kendilerince kazançlarının muhasebesini yaparlar ve mevcut kazançlarının değer kaybının önüne geçmek ve daha çok kazanmak için yatırım yapmaya yönelirler.

Özellikle ekonomi ve finans bilimi uzun yıllar yatırımcı davranışı üzerine pek çok teori geliştirmiştir. Bu teorilerde insanların rasyonel birer varlık olduğu düşüncesi yaygın bir inanıştır. Yatırımcıların, kendileri için en kısa vadede ve en çok kazandıran yatırımları yaptıkları geleneksel finans teorileri ile açıklanmaya çalışılmıştır. Oysa her insan bireyseldir ve aynı koşullara sahip olsalar bile farklı düşünce sistemlerinden dolayı aynı kararları vermeleri beklenemez. Bu bağlamda geleneksel teoriler yetersiz kalmaktadır.

Daniel Kahneman ve Amos Tversky adlı iki psikolog, 1979 yılında yazmış oldukları “Beklenti Teorisi: Belirsizlik Altında Karar Verme” (Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk) adlı makalelerini *Econometrica* adlı oldukça prestijli bir ekonomi dergisinde yayınlayarak finans dünyasında yeni bir ekol olmuşlardır. Yapmış oldukları çalışma ile insan psikolojisinin karar verirken ne kadar değişken olabileceğini kanıtlamışlar, Davranışsal Finans kavramını finans dünyasına kazandırmışlardır.

Davranışsal finansa konu olan yatırımcı davranışları ve bu davranışlara neden olan bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerin, ülkemizin megakenti İstanbul’da yaşayan bireysel yatırımcılar için bir değerlendirme niteliği taşıyan bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finans kavramı, geleneksel finans teorileri ve davranışsal finans konuları ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Geleneksel finans teorileri tarihi sıralama ile anlatılmış ve davranışsal finansın ortaya çıkışı, diğer bilim dallarıyla ilişkisi ve davranışsal finans modelleri konularına değinilmiştir.

İkinci bölümde, bireysel yatırımcıların davranışsal finans kapsamında incelenen psikolojik önyargıları konusuna değinilmiştir. Bu önyargıların yatırım kararlarını nasıl etkilediği örneklerle anlatılmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde, yatırım ve yatırımcı kavramları, bireysel yatırımcılar ve yatırım araçları açıklanmaya çalışılmıştır. Bireysel yatırımcıların kullanmakta oldukları yatırım araçları konusu ayrı ayrı anlatılmıştır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise, İstanbul'da yaşayan bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerinin davranışsal finans açısından değerlendirmek amacıyla yapılan anket çalışmasının istatistiksel analizi yer almış ve elde edilen veriler neticesinde hipotezler değerlendirilerek önerilerde bulunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANS KAVRAMI, GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1. FİNANS KAVRAMI

Bireysel ya da kurumsal yaşamın devamlılığını sağlamak için para önemli bir kaynaktır. “Finans, en temel anlamı ile paranın temini ve kullanımı üzerine çalışan bir disiplindir.”¹

Her ne kadar ekonomi bilimi, bir bölgedeki ticari ve parasal tüm faaliyetleri kapsasa da, finans bilimi paranın zamansal değeri, finansal tablolar ve analizler, finans piyasaları ve planlama gibi konularla ilgilendiğinden ekonomi biliminden farklılıklar göstermektedir. Ekonomi ve finans bilimleri, birbiriyle iç içe olmalarına karşın finans bilimi, ekonomi biliminin bir alt dalı değildir.

Ekonomistlere göre bir varlığın değeri, varlığın gelecekteki nakit akışına bağlıdır. Muhasebeciler de bu nakit akışının olası boyutunu değerlendirmektedirler. Bu nedenle “finans alanında çalışan insanlar hem ekonomi hem de muhasebe konularında bilgiye ihtiyaç duyarlar.”²

“Finans, işletmenin gereksinim duyduğu fonların en uygun koşullarda bulunması ve fonların en etkin şekilde kullanımını sağlamaktır.”³ Diğer işlevi ise, risk ve kazanç arasındaki dengeyi korumaktır. Bu nedenle finansın en çok üzerinde durulduğu alanları; finansal yönetim, finansal piyasalar ve yatırım konularıdır.

Bir ekonomide para temin edilirken ve kullanılırken üç kesimden bahsedilir. Bunlar; bireyler, işletmeler ya da şirketler ve kamu kurumlarıdır. Bu kesimlerin hepsi finansal kaynakların temini, kullanımı ve finansal kararların alınmasında bilgiye ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle finans bilimi yöntem geliştirme ve disiplin gibi görevler üstlenir.

Şirketler için finans konusu ticari bir amacı kapsar. Özellikle şirketlerde finansal süreç yürüten deneyimli kişilerle yürütülür. Bu kişilere CFO (chief financial officer) denir. CFO’lar aynı zamanda muhasebe, basın ilişkileri, varlık edinimi, kredi politikası ve yatırımcı ilişkileri gibi farklı işlerden de sorumludurlar.

¹ Ethem Sancak, *Bireysel Finans*, Scala Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2016, s.17.

² Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, South-Western Cengage Learning, 13th ed., Ohio, USA, 2013, p.4.

³ Murat Kıyılar ve Murat Akkaya, *Davranışsal Finans*, Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2016, s.1.

Finansal yönetim, finansal kararların alınması ve uygulanmasıdır. İşletmelerin devamlılığı için kısa ve uzun vadede fon elde edilecek kaynakların sağlanması, elde edilen fonların en etkin şekilde kullanılması ve hedeflere varmada doğru kararların alınması, finans yönetimi ile mümkündür. Finans yöneticisi hizmet verdiği işletmenin piyasa değerini en yükseğe çıkarmakla mükelleftir. İşletmenin kazancını arttırarak işletmenin piyasa değerini arttırmak en önemli amaçtır. Böylelikle, hem işletme değer kazanacaktır, hem de işletme sahiplerinin mal varlıkları artacaktır.

Finans özetle, para ile ilgili kararlarla ve nakit akışlarıyla ilgilidir. “Finans kararları, işletmelerin, hükümetlerin ve şahısların paralarının nasıl yükseltildiğini ve kullandıklarını ele alır.”⁴ Doğru finansal kararlar verilirken; yüksek değer, daha az değere tercih edilmeli, erken elde edilen varlık, geç elde edilene tercih edilmeli ve daha az riskli varlık, daha fazla riskli olana tercih edilmelidir.

1.2. GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ

Finans biliminde karar verme oldukça önemlidir. Modern ekonomi, insanları rasyonel varlıklar olarak tanımlar. Geleneksel Finans Teorileri insanların, yatırım yaparken de, tüketim yaparken de mantıklı hareket ettiklerini savunur. Yani insanların psikolojik yanlarını reddederek yalnızca akılcı davrandıklarını kabul eder.

1944 yılında Neuman ve Morgenstern tarafından ortaya atılan Beklenen Fayda Teorisi ile başlayan geleneksel yaklaşım, Sharpe’ın Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli ve Fama tarafından ortaya konan Etkin Piyasalar Hipotezi ile devam etmiştir. Bu teorilerle yatırımcıların gerçekte nasıl davrandıklarını inceleyerek bunları ortaya koymak yerine, nasıl davranmaları gerektiğini tanımlamışlardır.

Geleneksel Finans Teorileri, insanların yeni edinilen bilgiler ile kişisel faydalarını en üst düzeyde tuttuklarını ve aynı hataları tekrarlamayan rasyonel varlıklar olduklarını savunur.

1.2.1. Oyun Kuramı

Oyun kuramında birden fazla oyuncunun olduğu, rekabet üzerine kurulmuş olan bir durum söz konusudur. Oyuncuların olası tüm stratejileri ve sonuçları bildikleri ve kazançlarını en yüksek, kayıplarını en düşük seviyede tutmak için akılcı davranacakları varsayılmaktadır.

⁴ Scott Besley and Eugene F. Brigham, *Principle Of Finance*, Cengage Learning, 6. Edition, Canada, Oct. 2014, p.4.

Oyun kuramı, ilk kez 1944 yılında Van Neuman ve Oskar Morgenstern'in "Oyun Teorisi ve Ekonomik Davranış" adlı kitaplarının yayınlanması ile ekonomi gündemine taşınmıştır. Bu kitapta Neuman ve Morgenstern, iki oyunculu ve sıfır toplamlı oyunları incelemiştir. "Çok sayıda oyuncunun bulunduğu bir oyunda, oyuncuların kazanç ve kayıplarının hepsi toplandığında sabit veya sıfır toplamlı sonuçlar elde ediliyorsa bu tip oyunlar sıfır toplamlı oyunlar olarak isimlendirilmektedir."⁵ Oyunda, katılımcılar sürecin sonunda ya kazanırlar ya da kaybederler. Ancak burada yakalanacak pozisyonda belirleyici olan, tercih edilen stratejidir.

John Forbes Nash 1950'li yıllarda, oyun teorisinde optimum stratejileri geliştirmek için çalışmalar yaptı. Nash oyuncuların, diğer oyuncuların düşüncelerini de hesaba katarak kendileri için en iyi kararı verdikleri ve böylece optimum fayda sağlandığı bir denge teorisi geliştirmiştir. Bu denge teorisine 'Nash Dengesi' denilmektedir. Bu çalışma her ne kadar matematik alanında yapılmış olsa da sosyal bilimler ve ekonomi gibi farklı bilim dallarında kullanılarak alanı genişletilmiştir. Matematik profesörü olan Nash, yaptığı çalışma ile 1994 yılında Nobel Ekonomi Ödülünü kazanmıştır.

1.2.2. Beklenen Fayda Teorisi

Beklenen Fayda Teorisi ilk kez Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında tanımlanmış, daha sonra 1944 yılında Von Neumann ve Morgenstern tarafından geliştirilerek beklenen fayda maksimizasyonunun karar vermedeki önemi üzerinde durulmuştur. 1953'te Savage'nin çalışmalarıyla son şeklini almış ve 1979 yılında Kahneman ve Tversky'nin öne sürdüğü beklenti teorisine kadar da önemini korumuştur.

"Beklenen Fayda Teorisinde; insanlar istikrarlı, çok iyi tanımlanmış fayda fonksiyonlarını maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler olarak ele alınmaktadır."⁶ Beklenen Fayda Teorisinde yatırımcılar, riskli ve belirsiz durumlar karşısında duygularını yansıtmadan, rasyonel sınırlar içinde, maliyet - fayda karşılaştırması ile seçimlerini gerçekleştirdikleri varsayılır. "Kısacası, Beklenen

⁵ Çağrı Hamurcu, Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Bilgi Teknolojileri ve İletişim Sektörü Çalışanları Üzerine Bir İnceleme, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale, 2015, s.21 (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).

⁶ Murat Küden, Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi, Gediz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2014, s.12-13 (**Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi**).

Fayda Teorisi, belirsizlik durumunda sınırsız bir rasyonel davranışı öngörür”.⁷
“Başka bir deyişle yatırımcılar, karşı karşıya kaldıkları belirsizlik içeren olaylarda, söz konusu bu olayların gerçekleşme ihtimalini hesaplarken bayes kuralını kullanan, hesapladıkları olasılıklarla olaylardan elde ettikleri faydaları çarparak beklenen faydayı tespit eden rasyonel insanlardır”.⁸

Finans biliminde fayda, bir şeye sahip olarak elde edilen tatmin düzeyi ile belirlenir. Akılcı davranan kişiler, fayda ilkesi gereği kendilerini en mutlu eden tercihe yönelerek yatırım yapmaktadırlar. Böylelikle her bireyin fayda fonksiyonu farklıdır ve pozitif yöndedir.

Von Neumann ve Morgenstern beklenen faydayı, bir kararın veya yöntemin sonucu olan her bir olası faydanın, olayın gerçekleşme ihtimali ile çarpılmasıyla bulunan değer olarak adlandırmaktadır. Beklenen fayda teorisi, her bireyin alacağı kararlar sonucunda elde edeceği sonuçlardan (x) oluşan bir fayda fonksiyonunun (u) olduğunu kabul etmektedir. x sonucunu doğuracak a eyleminin olma olasılığının p, aynı sonuca götürecek b eyleminin olma olasılığının q olduğu varsayarsak, bu durum şu formülle ifade edilmektedir:

$$p.U(x) > q.(x)$$

Yani a eyleminin beklenen faydası, b eyleminin beklenen faydasından büyük ise karar verenler kesinlikle a eylemini tercih edeceklerdir. Karar vericilerin bu durumda farklı olayların olma olasılıklarını bildikleri ve faydasını en üst düzeye çıkaran kararı aldıkları varsayılmaktadır.

“Beklenen Fayda Teorisi”nin varsayımları şu şekildedir”:⁹

- **Tercih Sıralaması:** İki alternatiften biri tercih edilebilir ve ya tamamen kayıtsız kalınabilir.
- **Tercih Değişkenliği:** Eğer tercihler arasında üç seçenek varsa, birinci seçenek ikinciye, ikinci seçenek üçüncüye tercih ediliyorsa, birinci seçenek üçüncü seçeneğe tercih edilebilir.

⁷ Adem Büyükaslan, Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, 2012, s.24 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

⁸ Colin Camerer, “Behavioral Economics: Reunifying Psychology and Economics”, *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, USA, Vol.96, No.19, 1999, p.10576.

⁹ Sümeyra Gazel, *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara, 2016, s.7.

- **Tercih Sürekliliği:** Karar vericilerin en iyi ve en kötü sonuçlar arasında karar vermelerini sağlayan kesin bir değer vardır.
- **İkame Edilebilirlik:** Bir oyun sonuçlarından birinin yerine onun eşiti olan başka bir sonuçla ikame edilebilir ve oyun yeniden düzenlenebilir.

“Beklenen Fayda Teorisinin (BFT) dört amacı vardır”:¹⁰

- BFT riskli karar verme süreçlerinde model oluşturmak için kullanılabilir.
- BFT iktisat ve finansta pratik ve pozitivist olarak görülmektedir.
- BFT yatırımcı davranışlarının gözlemlenmesi sonucu uygun koşullarda model oluşturulması şartıyla uygun bir değere ulaşır.
- BFT insanları ‘normal’ kabul eder ve insan davranışının yarı optimal olduğunu varsayar.

1.2.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

"Etkin piyasa" kavramı her ne kadar 1960'lı yıllarda finans literatüründe yerini alsada, ilk kez Eugene Fama tarafından 1970 yılında "piyasanın yeni bilgilere hızlı uyumu" şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım, daha sonra yine Fama tarafından "varlık fiyatlarının etkin piyasada mevcut tüm bilgileri yansıtması" şeklinde genişletilmiştir.

Etkin Piyasalar Hipotezine (EPH) göre piyasadaki varlıkların fiyatlarının bütün haber ve beklentileri içerdiği, uzun süre gerçek değerinden sapmayacağı ve hiçbir yatırımcının piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde etmesinin mümkün olmayacağı varsayılmaktadır. “Fama, etkin piyasayı mevcut tüm bilgilerin fiyatlara tamamen yansımış olduğu piyasa olarak tanımlarken fiyatların menkul kıymetlerin riskleriyle uyumlu olarak ulaşılacak tüm bilgileri yansıttığını savunmaktadır”.¹¹

Piyasa etkinliği faaliyet, kaynak dağıtımı ve bilgi etkinliği olmak üzere üç farklı piyasa türünde değerlendirildiğinde piyasanın etkinliğinden söz edilebilir. Faaliyet etkinliğinde, fon sağlayıcılar ve talep edenler en az maliyetle işlemlerini yaparlarken kaynak dağıtım etkinliğinde kaynakların optimum dağıtımı söz konusudur. “Bilgi etkinliğinde ise, fiyatların tüm bilgiyi içerdiği ve bu hipotezdeki etkin kavramının karşılığına denk gelmesi söz konusudur”.¹²

¹⁰ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.25.

¹¹ Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol.25, No.2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, USA, May 1970, pp.383-417, p.413-416.

¹² Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.61-62.

EPH'ne göre; piyasa kuralları gereği hiçbir zaman fazla getiri sağlanamaz. Çünkü varlık fiyatlarının tamamının piyasaya yansıdığını, herhangi bir model tarafından tahmin edilemeyeceğini ve kazancın da düşük olacağı düşünülmektedir.

“Varlık fiyatları piyasaya bilgi akışının bir fonksiyonu olarak tanımlanan hipotez aşağıdaki üç varsayımı kabul etmektedir”:¹³

- Yatırımcılar rasyoneldir,
- Tam bir bilgiye sahiptirler ve
- Faydalarını maksimize etmeyi beklemektedirler.

“Fama, 1970'deki araştırmasında piyasa etkinliği üç grupta sınıflandırmıştır”:¹⁴

- **Zayıf formda piyasa etkinliği:** Yatırım aracına ait geçmiş fiyatlanma durumlarını içeren tüm bilgilerin piyasa fiyatlarına yansıtılmış olduğu kabul edildiğinden yatırımcıların, geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üzerinde getiri elde edemeyeceği varsayılmaktadır. Geçmiş fiyat bilgilerine ulaşmak kolaydır ancak hiçbir strateji uzun süre çalışmaz. Çünkü piyasada rastgele yürüyüş davranışı söz konusudur. Rassal Yürüyüş Teorisi, fiyat değişikliklerinin bağımsız olduğunu, rastlantısal ve ileriye yönelik tahmin edilemez olduğunu savunmaktadır.
- **Yarı güçlü piyasa etkinliği:** Geçmiş fiyat bilgilerine kamuya açıklanan tüm bilgilerin eklenmesi sonucu bu bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına tam olarak yansımaları sonucu oluşan piyasalardır. Ancak, kamuya açıklanmamış bilgilere içerden daha önce sahip olan yatırımcılar, normalin üzerinde gelir elde edebilmektedirler.
- **Güçlü form piyasa etkinliği:** Güçlü form etkinlikte, geçmiş, kamuya açık olan ve kamuya açık olmayan her türlü bilginin mevcut varlık fiyatına yansıdığı kabul edilmektedir. Güçlü form etkin piyasaların, zayıf form ve yarı güçlü etkin piyasalardaki bilgileri kapsadığı açıktır. Güçlü form etkin piyasaların yeni ve eski, kamuya açıklanmış ve açıklanmamış tüm bilgileri yansıttığı kabul edildiği için normalin üstünde getiri sağlaması mümkün olmamaktadır.

¹³ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.63.

¹⁴ Fama, a.g.m., p.413-416.

1.2.4. Modern Portföy Teorisi

Modern Portföy Teorisi, finansal varlıklardan oluşturulacak portföyde çeşitlilik ne kadar artarsa, yatırımcının riskinin de o oranda azalacağı düşüncesi üzerinde durmaktadır. “1950’li yıllarda Harry M. Markowitz tarafından geliştirilen Modern Portföy Teorisi, risk kavramını matematiksel olarak ortaya koymuş ve portföy yönetiminde çeşitlendirme yoluna giderek belirli bir getiri düzeyinde riskin azaltılabileceğini vurgulamıştır”.¹⁵

Markowitz’e 1990 yılında Ekonomi alanında Nobel ödülü getiren ‘Portföy Seçimi’ adlı bu çalışması, ekonomi dünyasına yeni bir soluk getirmiş ve bununla beraber Geleneksel Portföy Yaklaşımı dönemi sona ermiş, Modern Portföy Yaklaşımı dönemi başlamıştır.

MPT’ne göre sadece portföyü çeşitlendirmek riski azaltmayacaktır. “Aynı zamanda varlıkların getirilerinin birbirleriyle ilişkisi olup, sadece getirileri hesaba katılarak portföye dâhil edilmeleri tüm riski ortadan kaldıramaz”.¹⁶

Markowitz’e göre yatırımcılar rasyoneldir ve risk ile getirinin ölçümünü yaparak optimal portföylerini matematiksel tespitlerle oluşturabilirler. Rasyonel yatırımcılar belirli risk düzeyindeki en yüksek getiriyi ve belirli bir getiri düzeyindeki en düşük riskli yatırımı tercih edeceklerdir. Ancak yatırımcının yatırım sonunda elde edeceği getiriyi bilmesi mümkün değildir. Markowitz portföy çeşitlendirmesinin riski azaltmada nasıl kullanılacağı ve riskli varlıkların nasıl fiyatlandırılacağını modellemektedir. Bu çerçevede tek tek bütün hisselerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve bunlar arasındaki kovaryansların hesaplanması gerekmektedir.

“Markowitz’in kuramının varsayımları şunlardır”:¹⁷

- Yatırımcılar her bir yatırımı, alternatifinin sağlayacağı beklenen getirinin olasılık dağılımlarına bakarak belirler.
- Yatırımcılar rasyonel davranarak beklenen faydalarını maksimize etmeyi hedefler ve fayda eğrileri azalan marjinal faydaya göre uyumludur.
- Yatırımcılar, portföy riskini beklenen getiriden sapma olarak belirlerler.
- Yatırımcılar, yatırım kararlarını beklenen fayda ve riske göre belirlerler.
- Yatırımcılar belli risk seviyelerinde yüksek getirisi olan yatırımları tercih ederler.

¹⁵ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.32.

¹⁶ Harry Markowitz, “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, Vol.7, No.1, USA, 1952, p.79-80.

¹⁷ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.32.

1.2.5. Varlık Fiyatlama Modeli

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM), risk ile beklenen getiri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan bir geleneksel finans modelidir. William Sharpe, 1964 yılında yaptığı çalışmalarla, sistematik risk ile varlığın getirisi arasındaki pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Sharpe, Markowitz'in Modern Portföy Teorisini temel alarak risksiz varlıklara da yatırım yapılabileceğini belirtmiş ve yapmış olduğu çalışmalarla FVFM'nin geçerliliğini ispat etmiştir.

“Bir varlığın beklenen faydasının, o piyasaya ait riskin olmadığı durumdaki muhtemel getiri ile piyasa risk priminin toplamı olduğunu söyleyen bu model, ayrıca varlığın getirisi ile piyasa getirisi arasındaki bir ilişki olduğunu ifade eder”.¹⁸ Buna göre; alınacak risk ne derece büyükse beklenen getirin büyüklüğü de riske bağlı olarak yüksek olacaktır. Modern Portföy Teorisinin iki parametresi bulunmaktadır: Risk ve getiri.

FVFM, Markowitz'in Modern Portföy Teorisi üzerine Sermaye Piyasa Teorisi ile risksiz finansal varlıkların modele eklenmesi ile oluşturulmuştur.

Sermaye Piyasası Teorisi (SPT), finansal varlıkların değerini belirleyen, yatırımcıların portföylerini oluştururlarken risksiz varlıkların da bulunduğu bir piyasada varlıkların nasıl fiyatlanacağını açıklayan bir teoridir. SPT, portföy Teorisinden farklı olarak portföylerden beklenen getiri ile riskler üzerinde durarak aralarındaki ilişkiyi ve dolayısıyla portföy için gerekli risk ölçüsünü belirlemeye yardımcı olur.

“Sermaye Piyasa Teorisinin dayandığı varsayımlar şu şekildedir”:¹⁹

- Yatırımcılar yatırım tercihlerini yaparlarken beklenen getiri oranlarına risk düzeylerine göre yatırım yaparlar.
- Yatırımcılar beklenen getiri oranı aynı olan yatırımlar arasında en düşük riskli olanı seçerler. Böylelikle riskten kaçınmış olurlar.
- Yatırımcılar rasyonel ve doyumsuzdur. Bu nedenle getirilerinde en yüksek olanla ilgilenirler.
- Yatırımcılar homojendir, getiri beklentileri hep aynıdır.
- Yatırımcılar tek dönemli işlem yaparlar, yatırım hedefleri hep aynıdır.

¹⁸ Evrim Şenkesen, Davranışsal Finans Ve yatırımcı Duyarlılığının Tahvil Verimi Üzerindeki Etkisi: İMKB Tahvil Ve Bono Piyasasında Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, s.22 (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).

¹⁹ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.39.

- Risksiz faiz üzerinden borç alıp borç verebilirler.
- Menkul değerler sınırsız bir şekilde bölünebilir.
- İşlemlerde işlem maliyeti ve vergi bulunmamaktadır.
- Risksiz getiri oranı bilindiğinden enflasyon yoktur.
- Sermaye piyasası dengededir.
- Yatırımcılar bilgilere anında ve ücretsiz ulaşabilmektedirler.
- Yatırımcılar tek başlarına piyasayı etkileyemezler.
- Açığa satış işlemlerinde sınırlama yoktur.

Sermaye Piyasası Teorisi, risksiz varlıkların da portföye dâhil edilebileceğini ifade etmiştir. Risksiz varlık tanımıyla sabit getirili varlığı ve yatırımcının dönem sonunda elde ettikleri getiriyi tanımlamışlardır.

1.2.6. Arbitraj Fiyatlama Modeli

“Arbitraj, ‘iki farklı piyasadaki aynı veya özdeş menkul kıymetin fiyat farklılıklarından yararlanmak için eş zamanlı alınıp satılması’ olarak tanımlanmaktadır”.²⁰

Arbitraj işlemleri kısaca, benzer nitelikte ya da aynı ürünün piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından hareketle eş zamanlı olarak düşük fiyatlı yerden alınarak yüksek fiyatlı yerde satılarak risksiz kazanç elde edilmesidir. Arbitraj Fiyatlama Modelini 1976 yılında Stephen A Ross, FVFM’ne getirilen eleştirilere karşı geliştirmiştir. “Ross bu modelle finansal varlıkların fiyatlanmasına yönelik Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT) modelini önermiş ve bu modelle daha az sınırlayıcı özellik taşımasıyla hem tek dönemli hem de çok dönemli örneklemelere uygulanabildiğini göstermiştir”.²¹

AFT modeli hangi faktörlerin finansal yatırımların fiyatlarını etkileyebileceklerini öngörmemektedir. Ancak yapılan araştırmalar dört temel faktörün yatırım fiyatlarını öngörmede etkili olabileceğini göstermektedir.

“Bu faktörler”:²²

- Enflasyondaki değişiklikler
- Endüstriyel üretimdeki değişiklikler
- Risk primlerindeki değişiklikler

²⁰ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.85.

²¹ Stephen A. Ross, “The Arbitrage Theory Of Capital Asset Pricing”, *Journal Of Economic Theory* **13**, Departments Of Economics and Finance, University Of Pennsylvania, USA, 1976, pp.341-360.

²² Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.85.

- Faiz oranları vade yapısındaki değişiklikler

FVFM, yatırımcıları finansal tercihlerini yaparlarken varlıkların getirilerine ve risklerine baktıklarını varsayarken, Ross, bu kararların aslında yatırımcılar için daha az önemli olduğunu, asıl önemsenmesi gerekenin fayda fonksiyonu olması gerektiğini ve yatırımcıların buna bir sınır getirerek bu modelin gerçek hayatta deneysel bir şekilde test edilebileceğini savunmaktadır.

1.2.7. Zıtlık Ve Momentum Stratejileri

“Zıtlık ve momentum stratejileri, geçmiş piyasa hareketlerine dayalı olarak yapılan ve varlık getirilerinin zaman serileri ile tahmin edilebilirliği esasına dayanan alım satım stratejileridir”.²³

Zıtlık ve momentum modelleri arasındaki farklılık, incelendikleri zaman aralıklarından kaynaklanmaktadır. Zıtlık modeli, bir piyasadaki son 3-5 yıllık dilimlerde kaybetme eğilimindeki varlıkların, aynı zaman diliminde kazanç eğilimi gösterenlere kıyasla daha yüksek getiri sağlama potansiyelinde olduklarını savunmaktadır. Aynı zamanda haftalık, aylık gibi kısa zaman dilimlerinde yapılan çalışmalarda da zıtlık modelinin yüksek getiri sağlama potansiyeli olduğu gözlenmiştir. “Momentum modelinde ise, bir piyasadaki son 3-12 aylık dilimlerde kazanma eğilimindeki varlıkların, aynı zaman diliminde kayıp eğilimi gösterenlere kıyasla daha yüksek getiri sağlama potansiyelinde olduklarını savunmaktadır”.²⁴

1.3. DAVRANIŞSAL FİNANS

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların, yatırım kararlarını vermeden önce, hem piyasa bilgilerini doğru değerlendirdiğini, hem de mevcut bilgiler ışığında akılcı davranarak karar aldıklarını savunmaktadırlar. Oysa Davranışsal Finans, geleneksel finans teorilerinin tam olarak açıklayamadığı piyasa anomalilerinin yarattığı boşluğu doldurmak üzere finans yazınındaki yerini almıştır.

1.3.1. Davranışsal Finans Kavramı

Davranışsal Finans kavramı, finans piyasalarının insanoğlunu irrasyonel bir varlık olarak görmesiyle ortaya çıkmıştır. Geleneksel finans, yatırımcıları sadece

²³ Turan Öndeş ve Selçuk Balı, “Zıtlık ve Momentum Stratejilerinin Hibrid Bir Şekilde İMKB’de Kullanımı Üzerine”, *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 2, Ordu, Aralık 2010, s.93-110.

²⁴ Cenk Tufan ve Reyhan Sarıççek, “Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi Ve Anomalilere İlişkin Bir Değerlendirme”, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:15, Sayı:2, Edirne, Aralık 2013, s.178.

rasyonel varlıklar olarak görürken davranışsal finans insanların duygu durumlarının ve bilişsel eğilimlerinin de finans piyasalarında etkin olduğunu kabul etmektedir. Bir anlamda, psikolojik eğilimlerin finansal karar verme davranışlarındaki halidir.

Barber ve Odean, modern ekonominin insanların mantıklı hareket ettiklerini, ancak öyle olmadığını, hatta insanların sistematik bir şekilde hata yaptıklarını düşünmektedirler. Davranışsal finans, geleneksel varsayımları esneterek, izlenebilir, sistematik ve rasyonel olmayan bu davranışları bir araya getirerek yeni bir varsayım oluşturmaya çalışmaktadır. Belsky ve Gilovich'e göre "davranışsal finans; psikoloji ve finans gibi iki farklı disiplini bir araya getiren ve insanların para biriktirirken, para harcarken, yatırım yaparken nasıl, neden rasyonel ya da irrasyonel karar verdiklerini açıklamaya çalışan bir disiplinler birliğidir".²⁵

İnsanlar değişken ruh hallerine sahiptirler. Aynı zamanda her insan aynı olay karşısında farklı tepkiler verebilmektedir. İşte bu farklılıklar insanların yatırım kararlarında da etkili olduğundan insan psikolojisi finans ve ekonomi bilimi için de önemli olmuştur. "Davranışsal finans yatırımcı psikolojisiyle ilgili ilkelerin yatırıma uygulanmasıdır."²⁶ Davranışsal finans ilkeleriyle yatırım yapan fonlar zamanla kendi eşiklerinin üzerine çıkabilmektedirler. Bu da, finansal piyasaların sadece gerçeklerle değil, beklentilerdeki değişimle de çalıştığının açık bir göstergesidir.

"Literatürde yer alan davranışsal finans ile ilgili bazı tanımlamalar";²⁷

- Yatırımcıların karar almada psikolojik faktörlerle birlikte değerlendirilmesi
- Piyasa anomalilerinin gözlemlenerek nedenlerinin araştırılması
- Yatırımcıların karar alma mekanizmalarındaki bilişsel ve sistematik hataları tespit etmek
- Yatırımcıları 'normal' kabul edip, irrasyonel karar da alabileceklerini varsaymak
- Bilişsel ve duygusal hataların yatırımcıların kararlarındaki etkilerini araştırmak
- Etkin Piyasa Hipotezi'ne alternatif yeni bir model oluşturmak.

²⁵ Hakan Özerol, *Saçmalama, Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz*, Elma Yayınevi, 2. Baskı, Ankara, 2011, s.11-12.

²⁶ Richard L. Peterson, *Karar Anı*, Çev.: Canan Feyyat, Scala Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2012, s.430.

²⁷ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.114.

1.3.2. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Bilinen en eski ve en ünlü irrasyonel yatırımcı davranışı 17. yy.'da Hollanda'da yaşanan 'Lale Çılgınlığı' olayıdır. 1962 yılında Kanuni Sultan Süleyman'ın Hollanda Kralı'na bir sandık lale soğanı hediye etmesi ile laleyle tanışan Hollandalılar, elde edilmesi güç olan bu çiçeği itibar ve statü sembolü haline getirmişlerdir. Zamanla orta sınıf insanların da bu akıma kapılıp sahip oldukları her şeylerini satarak bu lale soğanlarına sahip olma arzusu finans sektöründe lale fiyatlarının inanılmaz artışına sebep olmuştur. Ta ki 1637 yılında herkesin aynı anda satışa geçmesiyle lale fiyatlarının dibe vurması 'Lale Çılgınlığı'nı sona erdirmiştir. "Bu olay Hollanda ekonomisini uzun süre bunalıma sokmuştur".²⁸

Günümüzden bir hayli uzak olan bu tarihsel olay insanların rasyonellikten ne kadar uzaklaşabildiğine sadece bir örnek teşkil etmektedir.

Davranışçılık yaklaşımı 1913 yılında John D. Watson tarafından psikolojiye kazandırılrsa da, davranışsal finansın temelleri ilk kez Adam Smith'in 1759'da 'Ahlaki Düşünce Sistemi' adlı kitabında 'riskten kaçınma', 'zarardan kaçınma' kavramlarının ilk tanımlamasıyla yapılmıştır. "Smith'in görüşlerine dönemin bir diğer önemli düşünürü Jeremy Bentham da destek vermiş, Bentham çalışmalarında iktisadi davranışlarda psikolojinin rolünü ortaya koymuş ve yararın psikolojik boyutu hakkında çalışmalar yapmıştır".²⁹

18. yüzyılda psikolojinin finans üzerindeki etkisi ile ilgili düşünceler 19. yüzyılda etkisini kaybetmiştir. Daha sonra tarafından reddinin ardından, neoklasik devrim başlamış ve ekonomik insan tanımı yerini, kararlarında çıkarlarını düşünen 'Homo economicus' kavramına bırakmıştır. Homo economicus, kararlarında çıkarlarını gözeten, her kararında kar/zarar hesabı yapan ve rasyonel düşünen bir insan tipini temsil eden bir kavramdır. Thorstein Veblen ve John Maynard Keynes gibi bazı iktisatçılar Homo economicus kavramına karşı çıkmışlar, tamamen rasyonel ve kendi çıkarlarını düşünebilen insan profilini gerçekçi bulmayıp, insanı sınırlı rasyonel bir varlık olarak ele almışlardır. "Her ne kadar Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi araştırmacılar araştırmalarında davranışsal finanstan bahsetseler de yirminci yüzyılın ortalarına kadar bu düşünce pek itibar görmemiştir".³⁰

²⁸ İsmail Mazgıt, "Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt.44, Sayı.512, İstanbul, 2007, s.9.

²⁹ Ekrem Tufan, *Davranışsal Finans*, İmaj Yayınevi, 1. Baskı, Ankara, 2008, s.26-27.

³⁰ Tufan, a.g.e., s.27.

“Gustave Le Bon (1886) ‘Kalabalık: Bir Popüler Düşünce Çalışması (The Crowd, A Study Of the Popular Mind)’ ve George C. Selden (1912) ‘Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi (Psychology Of The Stock Market)’ adlı çalışmalarında finans piyasalarındaki dalgalanmaların yatırımcıların ruh halinden kaynaklandığı fikrini ilk kez ileri sürmüşlerdir”.³¹

Davranışsal finansın başlangıcı literatüre Daniel Kahneman ve Amos Tversky’nin 1979 yılında ‘Econometrica’ adlı dergide yayınladıkları “Beklenti Teorisi: Belirsizlik Altında Karar Verme (Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk)” adlı çalışmayla girmiştir. Kahneman ve Tversky’nin ‘Beklenti Teorisi’ psikoloji ve finans arasında bir bağ kurarak davranışsal finansın temelini oluşturmuştur. İnsanların, belirsizlik içeren durumları değerlendirirken olasılıkları ve belirsizlik miktarını nasıl algıladıklarını belirlemeye yönelik varsayımlar geliştirmişler, beklenen fayda teorisinin savunduğu rasyonel kuralların ihlal edildiğini ve beklenen fayda teorisinin yetersiz kaldığını ifade ederek beklenti teorisini ortaya koymuşlardır. “Bu çalışmada yatırımcıların kaybetmekten hoşlanmadığı ve memnuniyete ait duyguların belirli bir referans noktası etrafında oluşturulduğu, bu referans noktasından uzaklaştıkça kazanç veya kayıp algısının da değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir”.³² Kahneman, psikoloji ve finans bilimini birleştirip belirsizlik altında karar verme üzerine yaptığı çalışma ve geliştirdiği ‘Beklenti Teorisi’ ile 2002 yılında Nobel Ekonomi Ödülü almaya hak kazanmış ve bu ödülle davranışsal finansın bilim dünyası tarafından tanınmasına ve hızla önem kazanmasına sebep olmuştur.

1.3.2.1. Beklenti Teorisi

Beklenen Fayda Teorisi, insanların yatırım yaparken kazancı daha az olsa bile daha az risk alma eğiliminde olduklarını savunurken, 1979 yılında Daniel Kahneman ve Amos Tversky yapmış oldukları “Beklenti Teorisi: Belirsizlik Altında Karar Verme” adlı çalışma ile insanların belirsizlik ve risk ortamında rasyonel olmayan tercihlerde bulunabileceklerini somut bir şekilde tespit etmişlerdir.

Böylelikle psikoloji ile finans bilimini ortak paydada buluşturan Beklenti Teorisi, ekonomi alanındaki en prestijli dergi olan ‘Econometrica’da yayınlanarak finans yazınına girmiştir. Kahneman gibi bir psikoloğun öncülüğünde yazılan bu makale ekonomi dünyasında en çok atıfta bulunulan eserdir. Kahneman, insanın her ne kadar tamamen rasyonel hareket eden, her zaman mümkün seçenekler arasında

³¹ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e.. s.111.

³² Daniel Kahneman and Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk”, *Econometrica*, Vol.47, No.2, 1979, pp.262-292.

bireysel faydasını en üst seviyeye taşıyacak alternatifi tercih eden bir aktör olarak görülse de bu durumun gerçeklikten uzak olduğunu, gerçek olanın insanın çeşitli psikolojik algılara sahip ve sosyal çevresiyle son derece ilgili bir varlık olduğunu göstermiştir. “Çünkü insan duyguları ve sezgileri olan, bilinçaltı dürtülere sahip, sosyal çevreden etkilenen ve etkileyebilen bir varlıktır”.³³

Beklenti teorisine göre bireyler karar verme sürecinde iki aşamadan geçerler. Bunlar; düzeltme ve değerlendirme süreçleridir. Değerlendirme süreci de kendi içerisinde iki bölüme ayrılır. Bunlar da; değer fonksiyonu ve ağırlıklı olasılıktır.

1.3.2.1.2. Düzeltme Süreci

Mevcut olasılıkların düzenlenmesi sürecidir. Bu aşamada seçim sürecini kolaylaştırmak için seçenekler organize edilir. Bu sayede değerlendirme için de yeniden formülasyon sağlanmış olur. Düzeltme sürecinden sonra karar veren kişilerin düzeltilmiş tüm seçenekleri değerlendirip kendisi için en doğru kararı verdiği varsayılır.

Düzeltme safhasının temel fonksiyonları aşağıdaki gibidir:

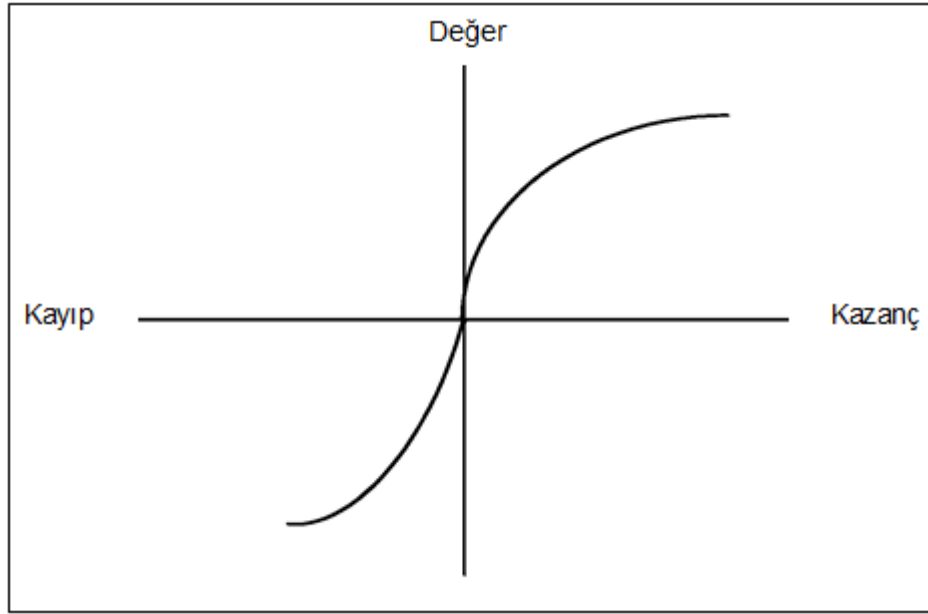
- **Kodlama:** Bireyler sonuçları elde ettikleri zenginlik ve refaha göre değil, mevcut varlıklarını referans noktası olarak elde ettikleri kazanç ya da kayıpla değerlendirmektedirler. Kodlanan sonuç referans noktasının üzerinde kalıyorsa kazanç, altında kalıyorsa kayıp olarak tanımlanır.
- **Birleştirme:** Beklentilerin benzer sonuçlarla birleştirilip basitleştirilmesidir.
- **Ayırma:** Bir alternatifin risksiz kısmının riskli kısmından ayrılması aşamadır.
- **İptal Etme:** Bu aşamada değerlendirmeye alınan ortak öğeler değerlendirme sürecinden çıkarılır.

Ayrıca basitleştirme ve seçenek baskınlığı olmak üzere bahsedilmesi gereken iki safha daha vardı. Basitleştirmede ihtimaller ve çıktılar yuvarlanır ve gerçekleşme olasılığı oldukça güç olan seçenek göz ardı edilir. Seçenek baskınlığında ise bazı seçeneklerin daha kapsamlı bir incelemeye tabi tutulmadan kabulünü ya da reddini içermektedir.

³³ Kahneman and Tversky, *a.g.m.*, pp.262-292.

1.3.2.1.2. Değer Fonksiyonu

Beklenti Teorisine göre bireylerin değer fonksiyonları subjektiftir. Mesele bireylerin mevcut mal varlığı kimine göre zenginliği, kimine göre de fakirliği ifade etmektedir. Ancak varlıklarda meydana gelen değişiklikler bu yargıdan bağımsızdır. Yatırımcıların, kaybetme durumunda hissettikleri mutsuzluk duygusu, kaybın artması ile aynı oranda artış göstermez. Bu durum kazanç durumunda da geçerlidir. “Dolayısıyla bu teori, algı ve yargı prensipleriyle uyum gösterir”.³⁴



Şekil 1: “Kuramsal Değer Fonksiyonu”³⁵

Beklenti Teorisi'ne göre Şekil 1'de görüldüğü gibi değer fonksiyonunu nitelendiren eğri kazanç bölgesinde iç bükey, kayıp bölgesinde dış bükeydir. Bu durum, insanlar kazanç alanında riskten kaçınırlarken, kayıp alanında risk almaya elverişli olduklarını göstermektedir.

“Beklenti teorisinin değer fonksiyonu, kayıplar için kazançlardan daha diktir ve bu, “kayıptan kaçınma” özelliği olarak bilinir”.³⁶ Bu durum, bireylerin kayıp karşısında kazanca göre daha duyarlı olduklarını göstermektedir.

³⁴ Durmuş Sezer, Yatırım Davranışlarının Etkinliği Ve Psikolojik Yanılsamalar, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2013, s.52 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

³⁵ Kahneman and Tversky, *a.g.m.*, p.279.

³⁶ Tolga Aksoy ve Işıl Şahin, “Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2009/7, Ankara, s.10.

Özetle değer fonksiyonu, referans noktasından sapmadır ve bu sapma, aynı oranda kazanç ya da kayıp için farklılık göstermektedir.

1.3.2.1.3. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu

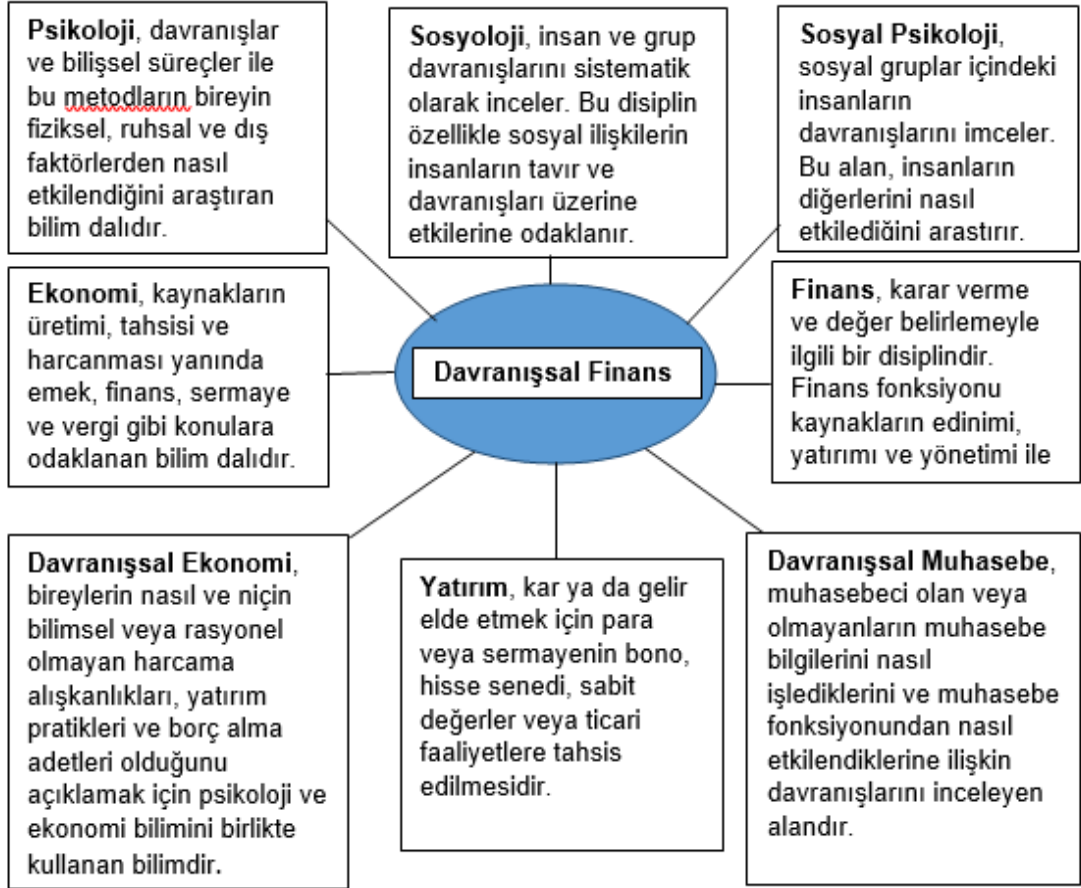
Beklenti teorisi, tercihleri bir karar ağırlığı fonksiyonu olarak görür ve bunun her zaman olasılıklara karşılık gelmediğini varsayar. Ağırlıklar, aşırı düşükse sıfır, aşırı yüksekse bir olarak tanımlanır. “Bu da karar ağırlığının, yani bir olayın gerçekleşme durumunun sayısal bir göstergesidir”.³⁷

1.3.3. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi

1960’lı yılların başından beri, çoğunluğu psikolog olan pek çok bilim insanı, insan davranışının pek de rasyonel olmadığı konusunda bulgular elde etmişlerdir. Bu psikologlardan bağımsız olarak ekonomistler ve finansçılar da insanların yatırım yaparken rasyonel olmadıkları kanısına varmışlardır. “Zamanla da bu farklı disiplinlerden gelen insanlar ortak bir noktada buluşarak, insanoğlunun para biriktiren, para harcarken ve yatırım yaparken neden rasyonel davranmadıklarını araştırıyorlar”.³⁸ İşte bu yüzden davranışsal finans konusunu, başta finans ve psikoloji bilimi olmak üzere sosyal psikoloji, sosyoloji ve antropoloji ile ilişkisini anlamak gerekiyor.

³⁷ Çağatay Orçun, *Bireysel Yatırımcı Ne İster?*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Bursa, 2016, s.3.

³⁸ Özerol, a.g.e., s.8.



Şekil 2: “Davranışsal Finansın Bilim Alanları”³⁹

1.3.3.1. Finans

Davranışsal finans yaklaşımı, duyguların yatırım kararları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Finans bilimi ile davranışsal finansın bağlantısı kazanç, kayıp ve değer ilişkisidir. “Yatırımcıların finansal kararlarını verirken nasıl hareket ettiklerini açıklayan davranışsal finans yaklaşımı bireylerin ne kadar kazanmak istediklerini, ne kaybetmeyi göze aldıklarını ve yatırımlarının değerinin kendileri için ne anlam ifade ettiklerini anlamada yol göstermektedir”.⁴⁰

1.3.3.2. Psikoloji

Yatırım kararı alan yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken onları etkileyen olgu ve olaylar psikoloji bilimini ilgilendirmektedir. “Ayrıca insanın kişilik yapısını da

³⁹ Victor Ricciardi, “A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance”, *The ICFAI Journal of Behavioral Finance*, Vol.III, No.3, p.12, 2006.

⁴⁰ Handan Özcan, Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirilmelerine Yönelik Bir Araştırma, Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir, 2011, s.12 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

inceleyen psikoloji bilimi, aktif, pasif, sakin, çabuk karar veren/vermeyen gibi davranış bakımından anlam ifade eden davranışları ele alarak yatırımcıların karar mekanizmasındaki önemini sergilemektedir”.⁴¹

1.3.3.3. Sosyal Psikoloji

Sosyal psikoloji son yıllarda sevgi ve çekicilik, saldırganlık ve sosyal algı, uyma davranışı, yükleme kuramı ve çevresel psikoloji gibi popüler konulara değinmektedir.

Yatırımcıların yatırım kararlarını vermeden önce yapmış oldukları piyasa araştırmaları, kişilerin çevresel haberleri nasıl algıladıklarıyla ilgilidir. Algı, duyu organları ile elde edilen bilginin yorumlanmasıdır. Dolayısı ile aynı veriler kişiler üzerinde aynı algının oluşmasına neden olmamaktadır. Algıyı farklı kılan bireylerin amaçları, değer yargıları, yaşadıkları kültürel ortam, ihtiyaçlar, hisler, tecrübeler hatta fiziksel özelliklerdir. “Bu faktörleri uyarıcıların farklı oluşu, uyarıcının yoğunluk farkı, uyarıcının hareketliliği tekrarlama, yenilik ve benzerlik, statü ve dış görünüm gibi dışsal faktörler ve algılayanın kişiliği, ihtiyaçları, amaçları ve motivasyonu gibi içsel faktörler olarak sınıflandırmak mümkündür”.⁴²

1.3.3.4. Sosyoloji

Sosyoloji bilimi, grupları, toplumları, toplumsal davranışları incelerken, aynı zamanda ekonomik birimler arasındaki ilişkiyi de ele almaktadır. “Weber toplumsal davranış biçimlerini dört grupta incelemektedir”.⁴³

Amaçla ilgili rasyonel davranış: Kişinin dış dünyadaki nesnelere ve insanların davranışları ile beklentide bulunması ve bu beklentileri rasyonel bir şekilde kendi belirlediği amaçlara ulaşabilmek için birer araç olarak kullanması, yani amacına ulaşmak için koşulları değerlendirmesidir.

Değerle ilgili rasyonel davranış: Kişinin davranışını ahlaki, dini ya da estetik bakımdan inandığı değerlere uygun olduğu için davranış sergilemesi ve bu davranışının sonuçlarını da dikkate almasıdır.

⁴¹ Tufan, a.g.e., s.44.

⁴² Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.117.

⁴³ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.119.

Duygusal davranış: Kişinin alışık olmadığı bir durum karşısında tepkisel olarak, kontrolünü kaybetmesi sonucu göstermiş olduğu davranıştır. Genellikle ani bir tahrik sonucu ve heyecanla yapılır.

Geleneksel davranış: Kişinin alışkanlıkları sonucu göstermiş olduğu davranışlardır. Burada gelenek, görenek ve toplumsal davranışlar değerlendirilmektedir.

1.3.3.5. Antropoloji

Antropoloji, ilk insandan günümüz insanına kadar geçen süreçte insanoğlunu tüm boyutlarıyla ele alır, zengin bir teknikle insanları nitel ve nicel olarak inceler. İnsanları tek başına değil, toplum içindeki rolleriyle ele alır.

Davranışsal finansla ile antropoloji arasındaki ilişki antropolojinin ekonomik ve sosyal yaşamı birleştiren ekonomik antropoloji dalı sebebiyledir. “Ekonomik antropolojiyi şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik alt dallarında incelemek gerekmektedir”.⁴⁴

Şekilcilik: Şekilci model, neoklasik iktisatla bağlantılıdır ve ekonomiyi kıtlık koşulları altında yarar maksimizasyonu çalışması olarak tanımlamaktadır. Ekonomi bilimi kıtlık ve amaçlar arasındaki alternatiflerin kullanılması anlamında ilişkinin kurulmasında insan davranışlarını inceleyen bir bilim olarak tanımlanmaktadır.

Gerçekçilik: Gerçekçilik yaklaşımından ilk kez Karl Polanyi ‘Büyük Dönüşüm’ adlı eserinde bahsetmiştir. Gerçekçilik, ne akılcı karar vermeyi ne de kıtlık koşullarını ele almaz. Sadece insanın doğal ortamda nasıl yaşadığı ile ilgilenir. Gerçekçilik, piyasa mekanizmasının işlemediği ekonomilerde geçerli değildir. Örneğin, planlı ekonomilerde insanlar ekonomik kardan çok sosyal ilişkiler, kültürel değerler, ahlak, siyaset ve dine önem vermektedirler.

Kültürelcilik: Kültürelcilik yaklaşımında sadece kültürel alt yapı değil, insanların satın aldıkları mallara yükledikleri değerler de incelenmektedir. Örneğin Gudeman, yaşamın merkezinde kültür olduğunu ve bu nedenle yaşam ve ekonomik içerikli modelleri analiz ederken değişim, para ve kardan insanların ne anladıklarına göre analiz yapılması gerektiğini söylemektedir.

⁴⁴ Tufan, a.g.e., s.51-53.

1.3.4. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans modelleri Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da yayınlanan "Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme" adlı makalesinden sonra geliştirilmeye başlanmıştır. Genel olarak bu modeller, yatırımcı davranışlarının ve yatırımcı duyarlılığının EPH ile açıklamada yetersiz olduğunu ve hatta EPH'nin geçersizliğini ortaya koymaktadır. Özellikle son yıllarda bu konuyla ilgili pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar ampirik bulgularla gerçekleştirilen gözlemlere dayanarak ve yatırımcı davranışlarının içsel faktörler çerçevesinde değerlendirilerek yapılmıştır.

"Bu kapsamda üç modelden söz edilmektedir":⁴⁵

- Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998) psikolojik bulgular üzerine kurulu 'Temsili Yatırımcı' Modeli
- Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın (1998) aşırı güven ve yanlı kendine atfetme üzerine kurulu modelleri
- Hong ve Stein'in (1999) heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki modelleri

1.3.4.1. Temsili Yatırımcı Modeli

Barberis, Shleifer ve Vishny tarafından geliştirilen Temsili Yatırım Modeli'nde (TYM), yatırımcı temsillik ve muhafazakârlık hatalarına düşmektedir. "Düşük reaksiyon 'tutuculuk eğilimi' ile açıklanırken, aşırı reaksiyon 'temsil etme kısayolu' ile açıklanmıştır."⁴⁶

TYM, yatırımcı kararlarında etkin olan şirket karlarının aslında rassal yürüyüş hipotezine uygun olmasına rağmen, kişilerin temsil etme kısayolu ve tutuculuk eğilimi gibi hatalarından dolayı yatırımlarını aynı yönde ve peşpeşe sürpriz performans gösteren şirket karlarının baştaki ortalamaya dönme eğiliminde olacağını ve sonrasında da trende gireceğini düşündüklerini ortaya koymaktadır. Yatırımcıların düşündüğü bu değişim algılaması Markow süreci olarak modellenmiştir. "Yatırımcıların şirket kârlarında bir yöne doğru değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine dair olan inançları düşük reaksiyona, bir trend başladıklarına inanmaları aşırı reaksiyona neden olmaktadır."⁴⁷

⁴⁵ Kıyılar ve Akkaya, *a.g.e.* s.131.

⁴⁶ Kıyılar ve Akkaya, *a.g.e.*, s:132.

⁴⁷ Nicholas Barberis, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "A Model Of Investor Sentiment", *Journal Of Financial Economics* 49, 1998, pp.307-343.

Muhafazakârlık, mevcut durumu koruma amacı güden düşünce tarzıdır. Yatırımcı muhafazakârlığı ise kendi bilgilerine öncelik veren, faydalı istatistiki verileri önemsemeyip kendi düşüncesini önemseyen, önceki kararların yanlışlığını kabul etmeyen ve bu nedenlerden dolayı inançların çok yavaş değiştiği bir yargı hatasıdır. Edwards'a göre muhafazakârlık; bireylerin değişim karşısında oldukça yavaş davranmasıdır. Bu yatırımcılar daha önceki bilgilerine aşırı derecede güvence olarak bakmaktadırlar. Yeni bilgiye yetersiz tepki vermek, önceden kazanç elde eden işletmenin kazanmaya devam etmesine, önceden kaybettiren işletmenin de takip eden dönemde kaybettirmeye devam etmesine, özetle "yetersiz tepki" ye neden olmaktadır. Yine "Edwards'a göre; muhafazakârlar, yeni bir bilgi karşısında iki ile beş yıl arasında varolan düşüncelerini değiştirmektedirler."⁴⁸

Barberis, Shleifer ve Vishny'nin bir diğer modeli de temsil etme kısayoludur. Temsil etme kısayolunu ilk olarak Kahneman ve Tversky 1974 yılında yaptığı çalışmada bahsetmiştir. Burada yatırımcılar, uzun yıllar boyunca kazançlarındaki büyüme istikrarlı bir şekilde devam ettiğinde, işletmenin geçmişini de göz önüne alarak büyüme trendlerini 'en son, en fazla göze çarpan ve en olağandışı görünen' durumlara ağırlık vererek temsililik yanlışlığı eğilimi sergilemektedirler. Temsil etme kısayolu bu özelliğinden dolayı buluşsal (heuristik) bir eğilimdir. Kahneman ve Tversky, yaptıkları çalışmada insanların tercihlerini yaparken tamamen rassal yöntemlerden yararlandığını ortaya koymuşlardır.

Sonuç olarak, yatırımcılar muhafazakarlıkları nedeniyle mevcut yatırımlarına fazla bağlı kalarak düşük reaksiyona, sürpriz gelişmeleri takip ederek temsiliyet yanlışlığı eğilimi ile de aşırı reaksiyona sebep olabilmektedirler.

1.3.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın geliştirdiği bu modelde 'aşırı güven' ve 'yanlı kendine atfetme' olarak adlandırılan iki önyargı modeli bulunmaktadır. "Bu modele göre; aşırı reaksiyon kişisel özel bilgilerden, düşük reaksiyon ise kamusal sinyallerden oluşmaktadır."⁴⁹

Aşırı güvenli yatırımcı, sahip oldukları bilgilere aşırı güven duyarak ve önemseyerek, kendi kararlarını diğer yatırımcıların kararlarından üstün görme davranışı göstermektedirler. Mali tabloları ve piyasa bilgilerini doğru yorumlayıp yapmış oldukları öngörülerle ve değerlendirmelerle kazanç elde eden yatırımcılar,

⁴⁸ Barberis vd., *a.g.m.*, p.315.

⁴⁹ Kıyılar ve Akkaya, *a.g.e.* s.134.

kendi kabiliyetlerini abartmakta ve aşırı güven durumu oluşturmaktadırlar. Yatırımcı kazancını arttırdıkça ve de kendi görüşlerine paralel bir bilgi açıklandığında kendine güveni yukarı yönde hareket edecek ve aşırı reaksiyon gelişecektir. Sonuçta aşırı güven geliştiren yatırımcı, kendi düşüncesi ve öngörüsünü fazla önemseydiğinden kamuoyunda oluşan piyasa bilgilerini ihmal edecek ve uzun vadede bu süreç bir düzeltme ile sona erecektir. Bu düzeltme sürecinde fiyatların temel değere dönmesi biraz zaman alabilir. Bunun nedeni kendi bilgileriyle piyasa bilgilerini karşılaştıran yatırımcıların durumlarını biraz da olsa düzenleme çabasındandır.

Yanlı kendine atfetme, yatırımcıların mevcut bilgileri ile piyasa bilgilerinin örtüştüğü durumlarda ortaya çıkar. Eğer piyasa bilgileri ile kendi fikirleri zıt olursa azalma görülür. Yatırımcının kendi fikirleri, yargıları, kamu piyasa bilgileriyle örtüştüğünde yatırımcının kendine güveni artacak ve o zaman piyasa bilgilerini önemseyeceklerdir. Kendi fikirlerini onaylamayan bilgilere de daha az değer verecekler ya da görmemezlikten geleceklerdir. Kendi fikirlerine aşırı güvenen ve önemseyen yatırımcı, fiyatların kendi bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine neden olacaktır.

Bu modelin en temel özelliği, yatırımcıların kendi nitelikleri ve algılamalarına ilişkin psikolojik yanlış değerlendirmeleridir. “Bu model özellikle hisse senedi fiyatlarının kişisel özel bilgilere aşırı reaksiyon (negatif otokorelasyon) ve kamu sinyallerine düşük reaksiyon (pozitif otokorelasyon) göstermesi ile ilgilidir.”⁵⁰ Aşırı reaksiyonun nedeni kişisel bilgilerken, düşük ya da eksik reaksiyonun nedeni kamu piyasalarına ait bilgilerdir.

1.3.4.3. Hong Ve Stein’in Heterojen Yatırımcılar Arasında İnteraktif İlişki Modeli

Hong ve Stein tarafından geliştirilen interaktif ilişki üzerine kurulu bu yatırımcı modelinde iki tip yatırımcıdan söz edilmektedir: Momentum yatırımcılar ve haber avcıları. “Modeldeki İki tip yatırımcı grubu da tam rasyonel değildir ve kamuya açık bilgi ile sınırlı bir hareket alanına sahiptirler.”⁵¹ Bu modelde yatırımcıların psikolojisi üzerine değil, bilişsel önyargılar ile heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki üzerine yoğunlaşmıştır.

⁵⁰ Kent Daniel, David Hirshleifer and Avanidhar Subrahmanyam, “Investor Psychology and Security Market Under- And Overreactions”, *The Journal Of Finance*, Vol. 53, No. 6, Dec. 1998, p.1841.

⁵¹ Harrison Hong and Jeremy C. Stein, “A Unified Theory Of Underreaction Momentum Trading And Overreaction In Asset Markets”, *Journal Of Finance*, Vol:54, No:6, 1999, p.2144.

Haber avcıları, yatırımlarında mevcut bilgiyi ya da geçmiş bilgileri kullanmamakta, gelecek tahminlerini yaparken kamuya açık bilgilerle özel bilgilerini kullanmaktadırlar. Yine bu tip yatırımcılar değerlendirmelerinde temel analizi kullanmakta, ancak teknik analiz kullanmakta yetersiz kalmaktadırlar. Haber avcıları aktifken, fiyatlarda hareketlilik (artış/azalış) görülmektedir. Bilgiler henüz kamuoyu ile paylaşılmadığından yatırımcılar arasında yayılması yavaş olacaktır. Bu da düşük reaksiyona sebep olmaktadır. Haber avcılarının belli bir zaman diliminde olumlu ya da olumsuz sebep oldukları bu durum, bir süre sonra momentum yatırımcıları harekete geçirecek ve alım-satım yapmalarını sağlayacaktır.

Momentum yatırımcılar, temel analizi önemsemeyip teknik analizi dikkate almaktadırlar ve bilgi kaynağı olarak geçmiş bilgileri kullanmaktadırlar. Piyasaya ilk giren momentum yatırımcı sonra girenlere oranla daha fazla kazanacaktır. “Çünkü momentum yatırımcılar temel bilgiyi kullanamadıklarından fiyatın olması gereken değeri aşıp aşmadığını ayırt edememektedirler.”⁵² Geç kalan momentum yatırımcılarının da piyasaya nüfuzuyla beraber alım-satımlar hızlanacak ve bu durum da doğal olarak yine fiyatlara etki edecektir. Piyasaya sonradan giren momentum yatırımcılarının zarar etmesi yakın olasılıktır.

Hong ve Stein bu modelde aşırı reaksiyon ile düşük reaksiyonu birleşmiş kabul etmektedirler. Modelde bir grup yatırımcı özel bilgileri ile düşük reaksiyona sebep olurken, bir grup yatırımcı da bu düşük reaksiyonu arbitraj ile kazanca çevirme yolunu seçmektedir. Böylece bir kısım yatırımcı bu durumdan kazanç elde ederken aynı zamanda oluşan aşırı momentumla aşırı reaksiyona neden olmaktadır.

Hong-Stein modeli test edilmiş ve güvenilir bulunmuştur. Bu nedenle uygulanabilir bir model olarak görünmektedir. Bu modelin en önemli özelliği heterojen yatırımcıların birbirleri üzerindeki dışsal etkilerinin bulunmasıdır.

1.4. FİNANSAL PİYASALARDA ANOMALİLER

Kelime anlamı “aykırılık, sapaklık” olan “anomali” terimi, finans yazınında hisse senedi getirilerinde belirli dönemlerde sapmalar olarak tanımlanmıştır. Thaler’a göre anomali, “teori ile uyuşmayan bir gözlem veya olağan dışı bir davranış”dır.⁵³ Etkin Piyasalar Hipotezi hisse senedi getirilerinin zamandan bağımsız olduğunu

⁵² Numan Ülkü, “Finansta Davranış Teorileri Ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi*, Yıl.5, Sayı.17, 2001, s.111.

⁵³ Richard H. Thaler, “Anomalies, The January Effect”, *Economic Perspectives*, Vol.1, No.1 Summer 1987, p.198.

savunurken yapılan pekçok ampirik çalışmalar sonucunda bazı dönemlerde ortalamadan sapmalar olduğu görülmüştür.

Rubinstein piyasa rasyonelliğini incelediği çalışmasında piyasaların pek de rasyonel olmadığını kanıtlayan 6 anomaliden söz eder:⁵⁴

- **Aşırı Volatilité:** Volatilitéde yaşanan aşırı artışlar, yatırımcıların varlıklara olan inançlarının değiştiğini ifade etmektedir.
- **Risk Primi Bulmacası:** Burada önemli olan risk primlerinin neden yüksek olduğu değil, hisse senedi getirilerinin volatilitésinin yüksek oluşudur.
- **Defter Değeri / Piyasa Oranı, Büyüme karşısında Değer ve Boyut**
- **Kapalı Sonlu Fon İskontoları**
- **Takvim Etkisi:** Yapılan araştırmalarda, pazartesi getirilerinin haftanın en kötü getiri günü olduğunu saptanmıştır.
- **1987 Hisse Senedi Piyasası Çöküşü (Black Monday):** Ekim 1987'de New York Borsasında işlem gören hisse senetleri bir günde yaklaşık %29 oranında değer kaybetmiştir ve tarihe "Kara Pazartesi" olarak geçmiştir.

Uluslararası finans dünyası bu anomalileri, takvimsel (mevsimsel) ve fiyat anomalileri olmak üzere iki grupta ele almaktadır.

1.4.1. Takvimsel Anomaliler

Takvimsel anomaliler; saatlik, günlük, haftalık, aylık, yıllık ya da belirli bir dönem öncesi ya da sonrası oluşan anomalilerdir. Takvimsel anomaliler, özellikle hisse senedi piyasalarının analizinde Etkin Piyasalar Hipotezi'nin sorgulanmasına yol açmıştır.

1.4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Günlere ilişkin anomalileri gün haftanın günü/günleri ve gün içi anomalisi olarak iki ayrı başlık altında inceleyebiliriz.

Haftanın günü anomalisi, finans yazınında en çok üzerine araştırma yapılan anomalidir. Etkin piyasalar hipotezinde bilindiği üzere getiriler zamandan bağımsızdır ve geçmiş fiyat serileri, gelecekteki fiyatları tahmin etmede kullanılamaz. Ancak yapılan araştırmalar, haftanın her gününün ortalama aynı getiriye sağlamadığını bazı günlerinin getirisinin diğerlerine göre anlamlı ölçüde daha

⁵⁴ Mark Rubinstein, "Rational Markets: Yes Or No? The Affirmative Case", *Financial Analysts Journal*, May/June 2001, pp.23-26.

fazla ya da daha az olduğunu göstermiştir. “Daha açık bir deyişle, pazartesi günleri negatif getiri elde edilirken Cuma günleri yüksek getiri elde edilmesi bu anomalinin karakteristiğidir.”⁵⁵

Bu konuyu ilk araştıran 1931 yılında Fields olmuştur. Fields, günlük getiriler konusunda yaptığı çalışmasında 1915-1930 yılları arasındaki Dow Jones Sanayi Ortalamasını incelemiştir. 1952 yılına kadar ABD’de borsa Cumartesi günleri de açık olduğundan, Cumartesi ile Pazartesi ve Cuma kapanış fiyatlarını karşılaştırmıştır. Sonuç olarak işlem gören hisse senedi fiyatlarının %52’sinin Cumartesileri Cuma ve Pazartesiye göre yükselme eğiliminde olduğunu, %36’sında ise bu günlerden daha düşük olduğu görülmüştür.

Sonraki yıllarda da Fields’in çalışmasıyla benzerlik gösteren çalışmalar yapılmıştır ve yakın sonuçlar tespit edilmiştir.

Osborne (1962) yapmış olduğu çalışmada Standard and Poor’s (S&P) 500 endeksini ele almış ve istatikselsel olarak haftanın belirli günlerinin daha fazla getirisi olduğunu, Cuma günü getirilerinin Pazartesi günü getirilerinden daha fazla olduğunu tespit etmiştir.⁵⁶

Cross (1973), S&P bileşik endeksi üzerine yaptığı ve 1953-1970 dönemini kapsayan çalışmasında, hisse senedi getirilerinin haftanın günlerine göre farklı olduklarını tespit etmiştir. Cross’un sonuçları, getirilerin Pazartesileri negatif, Cumaları ise pozitif olarak olduğu yönündedir.

Buna benzer bir diğer çalışma da French (1980)’in S&P üzerine yaptığı ve 1953-1977 dönemini kapsayan çalışmasıdır. O da Pazartesi getirisinin daha negatif olduğu yönünde sonuçlar elde etmiştir.⁵⁷

Jaffe ve Westerfield (1985) bu anomalinin geçerliliğini açıklamada ABD borsası ile birlikte İngiltere, Japonya, Kanada ve Avustralya gibi farklı piyasaları da araştırma kapsamına almışlardır. Araştırma sonuçlarına göre, ABD, İngiltere ve Kanada borsaları için, daha önce yapılan çalışmalarda olduğu gibi pazartesi gününün en az getirisi olan gün olduğu tespit edilmiştir. Japonya ve Avustralya borsalarında ise özellikle Salı günlerinin en düşük getiri elde edildiği sonucu ortaya

⁵⁵ Ahmet Kamil Tunçel, “İMKB’de Haftanın Günleri Etkisi”, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı.13, 2007, s.253.

⁵⁶ M.F.M. Osborne, “Periodic Structure In The Brownian Motion Of The Stock Prices”, **Operations Research**, Vol.10, No.1, May-June 1962, pp.345-379.

⁵⁷ Kenneth R. French, “Stock Returns And The Weekend Effect”, **Journal Of Financial Economics**, No.8, 1980, p.68.

çıkıştır. Japonya ve Avustralya'da yaşanan negatif Salı etkisi, ABD ile aralarındaki saat farkına bağlanmıştır. New York borsasındaki negatif Pazartesi etkisi, Japonya ve Avustalya'ya negatif Salı olarak yansımaktadır.

Türkiye'de günlere ilişkin anomalileri araştıran çalışmalar özellikle son 20 yılı kapsamaktadır. Aydoğan (1994), Karan (1997), Balaban (1994 ve 1995), Özmen (1997), Bildik (2000), Demirer ve Karan (2001), Karan ve Uygur (2001), Bildik (2004)'in çalışmaları bunlardan bazılarıdır. Özellikle Borsa İstanbul'da yapılan çalışmalarda, haftanın günü anomalisinin geçerli olduğu, Pazartesi ve Salı günlerinin diğer günlere kıyasla en az getiri sağladığı ve Cuma günlerinin de en çok getiri sağladığı yönündedir.

Gün içi anomalisi ise, günün belli bir saatinin yada saat diliminin diğer saat yada saat dilimlerinden, getiri anlamında bir farklılık getirip getirmediğini ortaya koymaktadır. Bu tür bir çalışma daha mikro düzeyde bir inceleme gerektirmektedir. Genel olarak yapılmış olan çalışmalar bir arada incelendiğinde, seans başları ve sonlarının en yüksek getiriye sağladığına dair tespitler görülürken, Pazartesi günleri seansın başlarının da genelde negatif getiri sağlayan saatler olduğuna dair tespitler de dikkat çekmektedir

Demirer ve Karan (2001)'in çalışması diğer araştırmacılardan bazı farklılıklar içermektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) bir tür hafta başı etkisi olduğunu öne sürdükleri çalışmada, borsa haftaya pozitif bir getiri ile başlıyorsa haftanın getirisi pozitif olacak, eğer borsa haftaya negatif bir getiri ile başlıyorsa haftanın ortalama getirisi de negatif olacak yargısına varmışlardır. "Bu sonuçlara göre yatırımcıların, haftaya pozitif bir getiri ile başlayan haftada, pozitif getiri sağlama ihtimalinin yüksek olduğunu vurgulamışlardır."⁵⁸

1.4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Aylara ilişkin anomaliler, Ocak ayı anomalisi, ay içi anomalisi, ay dönümü anomalisi ve yıl dönümü anomalisi olarak alt başlıklara ayrılmaktadır. Menkul kıymet getirilerinin yılın herhangi bir ayına göre farklı getiri sağlayıp sağlamadığı ve aralarındaki değişiklikler incelenmiştir. Özellikle Ocak ayı anomalisi üzerinde en çok araştırma yapılan konudur.

⁵⁸ Muammer Erdoğan ve Bekir Elmas, "Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma", *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt.14, Sayı.2, Erzurum, 2010, s.4.

Ocak ayı anomalisi: Ocak ayları yapılan araştırmalar ışığında en çok getirisi olan aydır. Hisse senedi fiyatlarının Ocak ayında sistematik bir şekilde yükseldiği araştırmalarla tespit edilmiştir.

Bu kapsamda Dünya borsalarına yönelik yapılan ilk alışma Wachtel (1942) tarafından A.B.D. hisse senetleri piyasalarında yapılan çalışmadır. Wachtel alışmasında, Ocak ayı getirilerinin diğer aylara oranla daha yüksek olduğunu ve ayrıca bu getirilerin çoğunlukla piyasa değerı düşük hisse senetleri üzerinde meydana geldiğini belirtmiştir.

Yine buna paralel olarak Rozeff ve Kinney (1976)'in New York borsasındaki 70 yıllık bir dönemi inceledikleri çalışmada, Branch ve Dyl (1977)'in ve Banz (1981)'in benzer çalışmalarında, Reinganum (1983), Keim (1983), Givoly ve Ovadia (1983)'nin menkul kıymetlerde işlem gören hisse senetleri ile ilgili çalışmalarında, Berges, McConnel ve Schlarbaum (1984)'un Montreal ve Toronto borsaları üzerine yaptıkları 30 yıllık bir dönemi kapsayan çalışmalarında, Jaffe ve Westerfield (1985)'in ve Kato ve Schalleim (1985)'in Japonya borsasında, Van Den Bergh ve Wessels (1985)'in Amsterdam Borsası'nda gerçekleştirdikleri çalışmalarda, Santesmases (1986)'in Madrid Borsası'nda sadece sınıai sektörde faaliyet gösteren firmalara yönelik gerçekleştirdiği çalışmasında, Cadsby (1989)'nin 1989'da NYSE'de gerçekleştirdiği ve 22 yıllık verileri kapsayan çalışmasında, Aggarwal ve Rivoli (1989)'nin 1989'da Malezya, Hong Kong, Singapur ve Filipinler borsalarını kapsayan 12 yıllık verileri kapsayan çalışmasında, Ho (1990)'nun Hong Kong, Japonya, Yeni Zelanda, Singapur, Tayland, ABD, Avustralya, Kore, İngiltere, Tayvan, Malezya, Filipinler borsalarını incelediği 12 yıllık verileri kapsayan çalışmasında, Agrawal ve Tandon (1994)'in 18 farklı ülkenin borsalarını ele alarak yaptığı çalışmada elde edilen sonuçlar Wachtel'in sonuçlarıyla benzerlik göstermiş diğer ülke borsaları çalışmalarından bazılarıdır.

Ocak ayı anomalisine ait bir diğer önemli alışma Gültekin ve Gültekin (1983)'in 17 farklı ülkenin borsalarında yapmış oldukları "Mevsimsel Hisse Senedi Piyasası, Uluslararası Kanıt" adlı çalışmadır. Bu ülkelerden 12'sinde (Almanya, Avustralya, Belçika, Danimarka, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre Japonya, Kanada ve Norveç), Ocak ayı anomalisini doğrular nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca sonuçların kısmen vergilerle alakalı olabileceği düşünölmüştür. "Ayrıca şirket büyüklüğü ile bir ilişkinin görölmeyeği tespit edilmiştir."⁵⁹

⁵⁹ Mustafa N. Gültekin and N. Bülent Gültekin, "Stock Market Seasonality, International Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.12, North-Holland, 1983, p.480.

Ülkemizde de bu Ocak ayı anomalisini araştırmak amacıyla İMKB’de yapılmış çalışmalar mevcuttur. Ercan Balaban (1995) yapmış olduğu çalışmasında, İMKB’nin 5 yıllık periyodunu incelemiş ve Ocak, Haziran ve Eylül aylarında hisse senedi getirisinin diğer aylara kıyasla daha yüksek olduğunu belirlemiştir. Tahsin Özmen (1997) yapmış olduğu çalışmasında, İMKB’nin 101 aylık dönemdeki Borsa İstanbul hisse senedi getirilerini incelemiş ve hisse senedi getirilerinin Ocak ayında en yüksek, Ekim ayında en düşük olduğunu sonucuna ulaşmıştır. Recep Bildik ise (2000), İMKB’de Borsa İstanbul endeksinin günlük değişim oranlarının 10 yıllık bir süreyi kapsayan verilerini inceleyerek yapmış olduğu çalışmada, Ocak ayının en yüksek getirisi olan ay olduğunu ve bunu haziran, Eylül ve Aralık aylarının izlediğini tespit etmiştir. Ayrıca yıllık ortalama getirinin en düşük olduğu ayın Ağustos olduğunu ve bunu Ekim, Temmuz ve Mart aylarının izlediğini belirtmiştir.

Buradan ıkarılacak sonuç, ölkemiz borsasında da Ocak ayı anomalisinin göröldüğünün aşıkar olduğudur.

Ay içi anomalisi, herhangi bir ayın (30 gün) ilk yarısı ile ikinci yarısı arasında, birbirlerine kıyasla getiri farkının olması üzerine kurulu bir anomalidir. Hisse senetlerinin getiri ortalamaları birinci 15 gün ve ikinci 15 gün olarak ele alınmaktadır. Bu konuyu ilk araştıran 1984 yılında Robert A. Ariel olmuştur. Ariel, yapmış olduğu çalışmasında, 1963-1981 yılları arasındaki New York Borsasındaki her ayın ilk 9 günü ile son 9 günü ortalama gelirlerini karşılaştırmış ve ayın ilk 9 günü ortalama getirinin son 9 günkü ortalama getiriden fazla olduğunu, hatta ilk yarıda oluşan bu getirinin neredeyse tüm ay getirisinin tamamını yansıttığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca ay içi anomalisinin, ayın son günü ile takip eden ayın işlem yapılan ilk 5 günü daha fazla göröldüğünü tespit etmiştir. Ay içi anomalisinin Ocak ayı anomalisinin bir yansıması olmadığını, bu anomalinin diğer tüm aylarda da mevcut olduğunu belirtmiştir.

Ay dönümü anomalisi, hisse senetleri değerinin yılın herhangi bir ayında, bir önceki ayın son günü ile aynı ayın ilk günlerinde daha yüksek olduğu ile alakalı bir anomalidir. Yine Ariel, hisse senedi getirilerinin o ayın en önemli kısmının bir önceki ayın son işlem günü ile takip eden ayın ilk 9 günü işlem arasında sağlandığını tespit etmiştir.

Yıl dönümü anomalisi ise; yılın son günleri (Aralık sonu) ile onu izleyen yılın ilk günlerinde (Ocak başı) elde edilen getirilerin, yılın diğer günlerine oranla daha fazla olmasıdır.

1.4.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler

Araştırmacılar, hisse senedi getirilerinde, dini ve resmi tatiller ile hafta sonu tatillerinin öncesi ve sonrasında önemli farklılıklar olduğunu tespit etmişler ve bunu tatil anomalileri olarak tanımlamışlardır. Her ne kadar ilk çalışmalar Fields (1934) tarafından yapılmış olsa da, literatüre 1988 yılında Lakonishok ve Smidt'in (1984) yapmış olduğu çalışmayla girmiştir.

Bu konuda yapılmış en kapsamlı çalışmalardan biri yine Lakonishok ve Smidt tarafından 1988 yılında yapılmıştır. Yaptıkları çalışmada 90 yıllık verileri Dow Jones Endeksi üzerinden değerlendirmişlerdir. Sonuç olarak "Noel öncesi son işlem gününden yılsonuna doğru fiyat artışı yüzde 1,5'in üzerindedir ve tatil öncesi dönüş oranı normal getiri oranının 20 katından fazladır".⁶⁰ Tatil sonrası getirilerin ise çok düşük olduğu, hatta en düşük olarak bilinen pazartesi günlerinden bile daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

Ariel (1990)'in 1963-1982 yılları arasında ABD hisse senedi piyasasında tatil anomalisi üzerine yaptığı çalışmada, tatil öncesi getirilerin normal günlerin getirilerinden daha yüksek olduğu, hatta tatil öncesi son günün diğer günlerden daha yüksek olduğu, bununla beraber saatlik getirinin pozitif yönde olduğu ve hatta son işlem saatinde zirve yaptığı belirtilmiştir. "Piyasanın kazanmış olduğu getirinin üçte birinden fazlası, yirmi yıllık test süresince, her yılın tatillerden önceki sekiz işlem gününde gerçekleşmiştir."⁶¹

1.4.2. Fiyat Anomalileri

"Fiyat anomalileri; piyasa etkinliğinden sapma durumunu ifade eden, aşırı reaksiyon ve eksik ya da yetersiz reaksiyondan kaynaklanan anomalilerdir."⁶² Yapılan araştırmalar 'Etkin Piyasalar Hipotezi' ile ilgili önemli çelişkilere neden olmuştur. Gözlemlenen anomalilerin en yaygın olanları aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:⁶³

- Kısa dönem momentum (kısa dönem hisse senedi getirilerinde pozitif otokorelasyon -tek bir hisse veya tüm piyasa için-).

⁶⁰ Josef Lakonishok and Seymour Smidt, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety Year Perspective", *The Review of Financial Studies*, Vol.1, No.4, 1988, p.421.

⁶¹ Robert A. Ariel, "High Stock Returns Before Holidays: Existence And Evidence On Possible Causes", *The Journal Of Finance*, Vol.45, No.5, December 1990, p.1611.

⁶² Osman Barak, "İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi Ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, No.10/1, Ankara, s.209.

⁶³ Daniel vd., *a.g.m.*, p.1839-1840.

- Uzun dönem trend dönüşümü (uzun dönem hisse senedi getirilerinde negatif otokorelasyon)
- Finansal varlık fiyatlarının volatilitésinin nakit akışlarının volatilitésine göre aşırı yüksek olması.
- Bazı şirket haberlerinin ilan edildiği günkü fiyat hareketinin müteakip dönemde trende dönüşmesi
- Kar açıklamalarını müteakip kar sürprizi ile aynı yönde trend oluşması, fakat uzun vadede bu trendin tersine dönmesi.

“Hisse senedi piyasasına ilişkin ampirik bulgular, yatırımcılar çeşitli pazarlarda, hiç ekstra risk almadan, aşırı tepki ve eksik tepkilerin avantajını kullanarak çok ciddi kazançlar elde edebileceğini ortaya koymuştur.”⁶⁴ Bu kazançlı durum, ters yönlü yatırım stratejisi ile yani kaybedenleri satın alarak ve kazananları satarak gerçekleşmektedir.

Bu konuyla ilgili çalışmalar iki anomaliden bahsetmektedir: Hisse senetlerinin aşırı reaksiyon anomalisi ve düşük reaksiyon anomalisi.

Hisse senedi piyasasına yeni haberler girdiğinde fiyatlara yavaş etki ederek pozitif otokorelasyona neden olmaktadır. Bunun sebebi düşük reaksiyondur yani, yatırımcıların hisse senedi fiyatları ile ilgili haberlere 1-12 aylık dönemde düşük ilgi göstermeleridir. Bununla birlikte hisse senedi fiyatlarına 3 ile 5 yıllık bir dönemde, yatırımcıların aynı haberlere aşırı ilgi göstermeleri ve aşırı tepki oluşturmaları sonucu aşırı reaksiyon oluşmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede iyi haberlere sahip senetlerin yüksek değerlenmesine, ancak uzun vadede ortalama karın düşmesine neden olmaktadır.

1.4.2.1. Eksik-Yetersiz Reaksiyon

Eksik/yetersiz reaksiyon anomalisi, yatırımcının yeni bilgilere geç tepki vermesinin bir sonucudur. Yatırımcı, hisse senetleri ile ilgili yeni bir bilgi piyasaya girdiğinde, 1 ile 12 aylık bir dönemde bu bilgilere yeterince ilgi göstermezse, bu durum hisse senedi fiyatlarına yavaş etki ederek olumlu otokorelasyona neden olmaktadır. Bu da geçmişte kazanan hisse senetlerinin kazanmaya devam edeceği ya da geçmişte kaybeden hisse senetlerinin kaybetmeye devam edeceği anlamına gelir. Ancak durum her zaman bu şekilde gelişmemektedir. “Daniel ve diğerleri,

⁶⁴ Barberis vd., *a.g.m.*, p.308.

pozitif kısa dönem otokorelasyonunun uzun süre devam eden aşırı reaksiyon sonucu da görülebileceğini savunmuştur.”⁶⁵

Eksik-yetersiz reaksiyon anomalisini ilk kez Ball ve Brown (1965) adlı araştırmacılar tanımlamışlardır. Ball ve Brown 1957-1966 yılları arasında, kendi belirledikleri kriterlere uyan ABD’de 261 farklı hisse senedi üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi fiyatlarının 12 ay önceden başlayan tepkilerinin sonuç açıklandıktan sonra 1 ay kadar daha devam ettiğini belirtmişlerdir.

Bernard ve Thomas (1989) 1960-1988 arası dönemde NYSE ve Amerikan Borsasında (AMEX), Cutler ve Arkadaşları (1991) 1960-1988 yılları arası dönemde farklı piyasalarda, Abarbanell ve Bernard (1992) 1976-1986 yılları arasındaki dönemde, Chan, Jgadeesh ve Lakonishok’ın (1996), Constantinou v.d. (2003) İngiltere’de 420 farklı şirket üzerinde yapmış oldukları araştırmalar eksik-yetersiz reaksiyon anomalisinin varlığını doğrulayan bazı çalışmalardır. Farklı ülkelerin farklı piyasalarında yapılan bu çalışmalarda hisse senedi performansları eksik-yetersiz reaksiyon özelliği taşımaktadır.

Ülkemizde yapılan İMKB ile ilgili ilk çalışmalardan Numan Ülkü (2001)’nin Ekim 1999 - Eylül 2000 dönemini kapsayan çalışması, ilk 1 ve 2 haftalık otokorelasyonun önemsiz düzeyde pozitif olduğunu, 3,4 ve 6 haftalık otokorelasyonun ise önemli düzeyde olduğunu tespit etmiştir. Bu pozitif ve anlamlı otokorelasyon, 4 haftalık gecikmede zirve yapmaktadır ve Chan, Hameed ve Tong (2000)’un 2 ve 4 haftalık momentum stratejilerin en karlı olduğu bulgularıyla anlamlı benzerlik niteliktedir. Pozitif kısa dönem otokorelasyonun genel olarak yetersiz reaksiyonun bir belirtisi olduğu düşünülmektedir.

1.4.2.2. Aşırı Reaksiyon

“Arda arda oluşan birçok iyi haberden sonra oluşan ortalama getirinin, yine seri halinde meydana gelen kötü haberlerin ardından oluşan getiriden daha düşük bir getirinin ortaya çıkması halidir.”⁶⁶ Yani aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarında ortalamaya dönme eğilimi olarak da tanımlanabilir.

Literatürde aşırı reaksiyon anomalisinden ilk bahseden kişilerin De Bondt ve Thaler (1985) olduğunu görüyoruz. De Bondt ve Thaler 1926-1982 yılları arasındaki dönemi kapsayan ve NYSE piyasasında yapmış oldukları çalışmada; yatırımcıların

⁶⁵ Ülkü, *a.g.m.*, s.120.

⁶⁶ Ülkü, *a.g.m.*, s.315.

hisse senedi fiyatları ile ilgili yeni edindikleri bilginin iyi ya da kötü olmasına aşırı reaksiyon verdikleri ve hisse senedi fiyatlarının bu tepki sonucu gereğinden çok daha fazla ya da düşük seyretmesine neden oldukları bulunmuştur. Daha sonra yatırımcıların 3 ile 5 yıl gibi uzun vadede bunu düzeltme yoluna gittikleri görülmüştür. Yaklaşık 50 yıllık bir dönemi inceledikleri bu çalışmada geçmiş 5 yıl boyunca kazandıran/kaybettiren hisse senetlerinin, sonraki 5 yılda da kazandırdığı/kaybettirdiği gözlenmiştir. Ayrıca bu çalışmada dikkat çeken bir başka nokta da; yatırımcıların kendilerinde büyük endişe uyandıran haberlere daha fazla aşırı reaksiyon verdikleri ve yeni bilgiyi dikkatle değerlendirirken hisse senedi fiyatlarında zıt yönlü yatırım ile düzeltme yoluna gittikleridir. “Zıt yönlü yatırım üzerine De Bondt ve Thaler’in geniş bir zaman dilimini kapsayan söz konusu çalışması birçok çalışma vasıtasıyla test edilmiş ve tutarlılık gösterdiği bulunmuşsa da aksi yöndeki çalışmalar da literatürde yer almaktadır.”⁶⁷

Aşırı reaksiyonla ilgili literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Bunlar hem endeks bazında hem de hisse senedi bazındadır. Özellikle bileşik endeksin tahmin edilmeye çalışıldığı çalışmalar bir hayli fazladır.

Literatüre ilişkin ilk çalışmalar, Fama ve French (1988), Poterba ve Summers (1988) ve Cutler ve arkadaşları (1991) tarafından yapılmıştır. Yaptıkları çalışmalarda elde ettikleri bulgular, 3 ile 5 yıllık zaman dilimlerinde, hisse senetlerin karlılıkları arasında negatif otokorelasyon varlığı yönündedir.

Howe (1986), Brown ve Harlow (1988), Zarowin (1989), Chopra ve diğ. (1992), Dreman ve Lufkin (2000), Nam ve diğ. (2001) Amerikan hisse senedi piyasasında, özellikle New York Borsasına ilişkin çalışmalar yapan diğer araştırmacılarıdır.

Dünya piyasalarında ise; Alanso ve Rubio (1990) İspanya’da, Stock (1990) Almanya’da, Gunaratne ve Yonesawa (1997) ve Chiao ve Hueng (2004) Japonya’da, Mase (1999) İngiltere’de, Bowman ve Iverson (1998) Yeni Zelanda’da, Kang ve diğ. (2002) ise Çin’de çalışmalar yapan diğer araştırmacılarıdır.

Ülkemizde ise Ülkü (2001), 1989-2000 yılları arasında İMKB’de yaptığı çalışmada İMKB-100 endeksine ilişkin aylık getirileri kullanarak yaptığı çalışmasında bu döneme ilişkin endeks bazında aşırı reaksiyon anomalisinin mevcut olduğu sonucuna varmıştır.

⁶⁷ Büyükaslan, a.g.t., s.48.

Durukan (2004), 1998-2003 yılları arasında İMKB’de yaptığı aşırı tepki hipotezi ile ilgili çalışmasında, yatırımcıların endişe verici haberlere verdikleri reaksiyonun iyi haberlere oranla daha fazla olduğu, bunun da muhtemelen kaybetme korkusuyla alakalı olduğu sonucuna varmıştır.

Barak ve Demirelli (2006), İMKB’de inceledikleri 80 adet firmaya ilişkin 12 yıllık verileri kullanarak elde ettikleri bilgilerde, İMKB’de aşırı reaksiyonun varlığına dair bulgular edinmişlerdir.



İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARIN DAVRANIŞSAL FİNANS KAPSAMINDA İNCELENEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI

Yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken pek çok farklı davranışsal eğilimler gösterebilmektedirler. Her ne kadar geleneksel finans teorileri insanları mantıklı kararlar veren rasyonel birer varlık olduklarını savunsa da, durum aslında böyle değildir. İnsan, biyopsikososyal bir varlık olduğundan, hayatı boyunca aldığı tüm kararlarda olduğu gibi finansal kararlarda da duygularını, önsezilerini ortaya koymakta ve birbirlerinden farklı davranmaktadırlar. İnsanoğlu yatırım kararlarını verirken kişisel, duygusal, sosyal-çevresel etkenlerden etkilenmekte ve bu farklılıkları dolayısıyla aldıkları kararlar da çeşitli olmaktadır.

Bunların yanı sıra, yatırımcılar, karar verme sürecinde önce geçmiş yaşantılarını, deneyimlerini gözden geçirerek analiz yapmak ve alternatifleri değerlendirerek karar vermek eğilimindedirler. Seçenekler çoğaldıkça değerlendirme güçleşmekte ve karar verme süreci daha da karmaşık bir hale gelmektedir. Bu durum yatırımcıların zihninde kısa yol (hevristik) geliştirmelerine neden olmaktadır. Her ne kadar yatırımcılar geçmiş yaşantıları, çevresel etkileşimleri, hevristik kullanımı ve trendleri önemsemiş olsalar da yatırımlarını yaparken birtakım hatalardan kendilerini alıkoyamamaktadırlar.

Araştırmacılar, yatırımcıların yaptıkları bu psikolojik önyargıları listeler halinde yayınlamışlar, ancak ortalama 50 önyargı üzerinde uygulamalı sonuçlar elde etmişler ve bunları kendi aralarında anlamlı bir şekilde gruplandırmışlardır. “Bu tür bir önyargı sınıflandırması faydalıdır ancak önyargılı davranma nedenleri üzerine kurulu bir teori henüz üretilmemiştir”.⁶⁸

David Hirshleifer, 2001 yılında yapmış olduğu çalışmasında, yatırımcıların yatırım kararı verirken yaptıkları hataları dört grupta toplamıştır. Sözü edilen dört başlık; “kendi durumunu doğru değerlendirememeye eğilimi, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimler, duygusal eğilimler ve sosyal etkileşimdir”.⁶⁹

Bu bölümde yatırımcıların yatırım kararlarını verirken ne tür psikolojik önyargıları kullandıkları incelenecektir.

⁶⁸ Michael M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2006, p.49.

⁶⁹ David Hirshleifer, “Investor Psychology and Asset Pricing”, *Journal of Finance*, Vol.56, No.4, pp.1541-1553.

2.1. KENDİNİ KANDIRMA EĞİLİMİ

Finans haberlerini izlerken, piyasaların sonradan değerlendirildiğini ve rasyonel bir kalıba oturtulmaya çalışıldığını görebiliriz. “Yatırımcılar ise bireysel düzeyde duygusal savunma mekanizmaları ve mantıksal sapmalarla mücadele ederler.”⁷⁰ İnsanoğlu stres altındayken ve olumsuz bir durumla karşı karşıya kaldığında kendini kandırma eğilimi göstererek bu durumla mücadele etme eğilimi gösterir.

2.1.1. Aşırı Güven Eğilimi

“İnsanlar başarılı olduklarında sonuçları kendi yeteneklerine, sağduyularına ya da sıkı çalışmalarına bağlarken, başarısız sonuçları ise dış nedenlere ve kötü şansa bağlarlar.”⁷¹ Örneğin, sınavlarda iyi not alan öğrenciler, bunu kendi çabalarına, çalışmalarına, zekâlarına ve yeteneklerine bağlarken, kötü sonuçları dersi veren ve sınavı değerlendiren kişiye yani dışsal nedenlere bağlamaktadırlar.

Aşırı güvenli yatırımcı kendi inanç ve tahminlerinin diğer insanlara oranla daha değerli olduğuna inanır. Yatırımcılar piyasadaki olumlu sinyaller aldıklarında daha fazla varlık almaya ve kötü sinyal aldıklarında daha fazla varlık satmaya yönelmektedirler.

“İnsanların kendilerine duydukları aşırı güven düzeyini arttıran üç temel faktör bulunmaktadır. Bunlar; yükleme önyargısı, bilgi yanılsaması ve kontrol yanılsamasıdır”.⁷²

2.1.1.1. Yükleme Önyargısı

İnsanların başarılı sonuçları kendilerine, başarısız sonuçları dışsal nedenlere atfetmelerine yükleme önyargısı denir. “Bu eğilimin bazı sebepleri bulunmaktadır.”⁷³

- **Üstlenilen görevin önemi:** İnsanlar üstlendikleri görevin önemli olduğunu düşünüyorlarsa, yükleme önyargıları yüksektir.
- **Kendini beğenme:** Eğer insanların kendini beğenme eğilimleri yüksekse, başarılılarını da kendilerine bağlamaları yüksektir.

⁷⁰ Peterson, a.g.e., s.81.

⁷¹ Valeed Ahmad Ansari, “Behavioral Finance: A Review”, *SCMS Journal of Indian Management*, October-December 2006, Vol.3, No.4, p.22.

⁷² Serpil Döm, *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, 2003, İstanbul, s.62

⁷³ Gazel, a.g.e., s.23.

- **Önceki performans ve deneyimler:** Daha önce işlerini iyi yapan kişiler, herhangi bir başarısızlıkla karşılaştıklarında bunu dışsal nedenlere bağlamaktadırlar.
- **Rekabet ortamı:** Rekabetin fazla olduğu yerdeki kişiler, rekabetin az olduğu yerdeki kişilere oranla daha fazla yükleme önyargısına sahiptirler.
- **Cinsiyet:** Erkekler, kadınlara oranla, daha fazla kendine güvenli olduklarından yükleme önyargıları daha fazladır.
- **Kültürel farklılıklar:** Yükleme önyargısı kültürel değişimler göstermektedir. Örneğin batı kültüründe doğu kültürüne oranla daha fazla yükleme önyargısı gözlenmektedir.
- **Geri bildirim gecikmeleri:** Gecikmeli geri bildirim yapılan işlerdeki yükleme önyargısı, çabuk yapılan geri bildirimlere oranla daha fazladır.

2.1.1.2. Bilgi Yanılsaması

Bir konu hakkında fazla bilgiye sahip olmak genellikle daha iyi karar alabilmeyi sağlamaktadır. Ancak bu her zaman geçerli olmayabilir. Bunu geçerli kılmayan nedenler şöyledir:⁷⁴

- Bazı bilgiler, tahmin etmek için kullanıma uygun değildir, hatta yanlış yönlendirmeye sebep olabilir.
- Herkes doğru yorumlayacak bilgiye ya da deneyime sahip olmayabilir.
- İnsanlar bilgiyi önceki deneyimleri doğrultusunda yorumlama eğilimindedirler.

2.1.1.3. Kontrol Yanılsaması

Kontrol yanılsaması, insanların kontrol edilemez olaylar karşısında bir etkiye sahip olduklarına inanmalarınıdır. “Çoğu kişi, beceri ve şans arasında bir bağlantı olduğunu kabul ederken, ikisinin nasıl birbirine bağlı olduğu konusu tam olarak bir sonuca bağlanmamıştır.”⁷⁵ Bunun nedeni insanların yetenek ve şans faktörünün çok yakından ilgili olduğunu düşünmeleridir.

Barber ve Odean, yapmış oldukları “Trading Is Hazardous To Your Wealth” (Ticaret Servetinize Zararlı) adlı çalışmaları ile, A.B.D.’de yaklaşık 78.000 yatırımcının 1991-1996 yılları arasında, NYSE’de yapmış oldukları işlem hareketlerini incelemişler ve aşırı güvenli yatırımcıların normalin üzerinde işlem yaptıklarını tespit etmişlerdir. Aşırı güvenli yatırımcıların yapmış oldukları bu aşırı

⁷⁴ Orçun, a.g.e., s.42.

⁷⁵ Ellen J. Langer, “The Illusion of Control”, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.32, No 2, 1975, p.311.

işlem, kazançlarında azalmaya neden olurken söz konusu çalışmadaki pasif portföy stratejisini izleyen yatırımcıların daha fazla kazanç elde ettikleri bulmuşlardır. “Buradaki en dramatik kanıt, aşırı güvenin aşırı ticarete yol açtığı görüşünü destekliyor oluşudur.”⁷⁶

“Odean, aşırı güven ile ilgili yapmış olduğu çalışmasında şu sonuçlara ulaşmıştır.”⁷⁷

- Piyasadaki aşırı güvenli küçük yatırımcılar, içerden bilgi aldıklarında piyasadaki işlem hacmini yükseltmektedirler. Bu durum aşırı güven sonucu oluşmaktadır.
- Aşırı güvenli yatırımcılar, piyasadaki rasyonel yatırımcılara oranla bilgiye daha az reaksiyon göstermektedir.
- Aşırı güvenli yatırımcılar aktif portföy yönetimini tercih ettiklerinden daha az çeşitlendirilmiş portföye sahiptirler. Bu durumda bilgi maliyeti arttıkça, bilgili yatırımcının bilgisiz yatırımcıya oranla daha az kazanç elde etmesine neden olur.
- Aşırı güven piyasa derinliğini arttırmaktadır.
- Aşırı güvenli içerden bilgili yatırımcılar fiyat kalitesini arttırlarken, aşırı güvenli küçük yatırımcılar fiyat kalitesini düşürmektedirler.
- Aşırı güvenli piyasa yapıcılar volatilitiyi düşürürken, aşırı güvenli yatırımcılar volatilitiyi arttırmaktadırlar.

2.1.2. Aşırı İyimser Davranma Eğilimi

Aşırı iyimserlik, yatırımcıların kendi yetenek ve bilgilerine aşırı değer vermeleri olarak tanımlanabilir. Bu durum başarılı olma olasılığını aşırı iyimser tahmin etme ve başarısızlıkları ise daha düşük tahmin etme durumudur. Aşırı iyimser insanlar zor bir durumla karşılaştıklarında yanlış derecelendirmeler yapabilmektedirler. “Hatta belirsizlik ortamında karar verirken varsayımda bulunulması gerektiğinde çok dar güven aralığı bırakılmakta ve insanlar beklentilerinden çok sürprizle karşılaşma eğilimine girmektedirler.”⁷⁸

⁷⁶ Brad M. Barber and Terrance Odean, “Trading Is Hazardous To Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, *The Journal Of Finance*, Vol.55, No.2, April 2000, p.774.

⁷⁷ Terrance Odean, “Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average”, *The Journal Of Finance*, Vol.53, No.6, Dec. 1998, p.1888-1889.

⁷⁸ Giuseppe Cornicello, Behavioural Finance And Speculative Bubble, Università Commerciale Luigi, Milano- İtaly, 2004, p.30 (**Yayımlanmış Doktora Tezi**).

Aşırı iyimserlik, aşırı kendine güven yanlılığı ile bağlantılı olsa da, yapılan yatırımların sonuçlarının pozitif yönde olacağı inancını taşıma özelliği ile birbirinden ayrılmaktadır.

Kahneman ve Riepe 1998 yılında “Aspects of Investor Psychology” (Yatırımcı Psikolojisinin Yönleri) adlı çalışmalarında, sürücülere “Ne kadar iyi bir şoförsün? Yolda karşılaştığınız sürücülerle karşılaştırıldığında ortalamanın üstü, ortalama veya ortalamanın altında mısınız?” diye sormuşlar ve aldıkları yanıt, % 80’inin kendilerini ortalamanın üstünde gördüğü yönünde olmuştur. Bunun sebebini aşırı iyimser insanların yeteneklerini abartmalarına ve kontrol edemedikleri olumsuz sonuçları düşük tahmin etmelerine bağlamışlardır. Çalışmanın sonucu “aşırı iyimser insanların ‘kontrol yanılması’ gösterdikleri ve insan faktörü rolünü düşük tahmin etme ve şans faktörünü yanlış değerlendirme eğiliminde olduklarını tespit etmeleridir.”⁷⁹

2.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi

Hataları yanlış değerlendirme eğilimi, başarısızlıkların kişilerin kendileri dışındaki dış etmenler sonucu gerçekleştiği önyargısıdır. Genellikle bu durumu kötü şansa bağlamaktadırlar. Söz konusu başarısızlık kötü şansla ilişkilendirildiğinden, yapılan hatalar hata olarak görülmez ve hatalardan ders alınamaz. Dolayısı ile hataların tekrarlanma ihtimali oldukça yüksektir.

Hataları yanlış değerlendirme önyargısını hayatın pek çok alanında görmek mümkündür. Mesela bir futbol karşılaşması galibiyetle sonuçlandığı, takım bunu kendi azimleri, sıkı çalışmaları ve takıma olan inançlarına bağlarlarken, mağlubiyet durumunda bunu hakemin yanlılığıyla, saha ile ilgili kusurlarla ya da şanssızlıkla açıklamaktadırlar. Oysa yaşanan galibiyet de, mağlubiyet de tamamen takımın çabası ve çalışmasının sonucudur.

Kendi kendine atfetme yanlılığı olarak da adlandırılan bu önyargı ile ilgili bir çalışmadan bahsedeceğim. “Pensilvanya, Bethlehem'deki Moravian Koleji'nde psikoloji profesörü Dr. Dana Dunn, kendi kendine atfetme konusunda mükemmel bir çalışma yapmıştır.”⁸⁰ Dr. Dunn, öğrencilerine boş bir kâğıt çıkarmalarını ve kâğıdı ikiye bölen bir çizgiyle iki sütuna bölmelerini ister. Öğrenciler sütunun bir tarafına güçlü yönlerini, diğer tarafına da zayıf yönlerini yazacaklardır. Öğrenciler zayıf yönlerinden daha çok güçlü yönlerini yazmışlardır. Dr. Dunn, yaptığı çalışma

⁷⁹ Daniel Kahneman and Mark W. Riepe, “Aspects of Investor Psychology”, *Journal of Portfolio Management*, Vol.24 No.4, Summer 1998, p.4.

⁸⁰ Pompian, a.g.e., s.105.

sonucunda öğrencilerinin kendi kendine atfetme yanlılığına maruz kalma eğiliminde oldukları sonucuna varmıştır.

2.1.4. Sonradan Anlama Önyargısı

Olacakları önceden bildiğini sanma ya da geri görüş önyargısı olarak da adlandırılan bu önyargı, insanların gerçekleşen bir olayın sonucunu önceden bildiklerini abartma eğilimidir. Toplumda oldukça sık karşılaşılan bir önyargıdır. En basit haliyle 'başından beri biliyordum' şeklinde ifade edilebilir. 'Böyle olacağını zaten biliyorduk', 'Belliydi zaten' gibi cümleleri hergün duyabilmekteyiz.

Yaşamın her alanında, mesela politikacıların seçim sonuçlarını yorumlarken, ya da taraftarların bir futbol karşılaşması sonucunu tartışırken bu tarz tanımlamalar yaptıkları bilinen bir durumdur. Yapılan çalışmalar, bu önyargının her türlü meslek grubunda karşılaşılabildiğini belirtmektedir. Sonradan anlama önyargısına sahip bireylerin en büyük sorunu geçmiş tecrübelerinden ve hatalarından ders çıkarma konusunda sorun yaşamalarıdır.

Firchhoff, bu önyargıyı gözlemlediği iki olgu ile açıklamaktadır:⁸¹

- Algılanan gerçekleşme olasılığı attıkça, sonucun gerçekleşeceğine dair raporlamanın da artması
- Sonuca ait bilgi sahibi olan kişilerin çoğunluğunun algılarının değiştiğinin farkında olmamaları.

Kahneman ve Riepe, yaptıkları çalışmada şu sonucu ulaşımlardır: "İnsanlar gerçekten davranışlarını öngörebilselerdi, elbette pek çok kişi yaptıklarını değiştirecektir ve pazar da farklı davranacaktır."⁸² Sonradan anlama önyargısının yatırımcılar üzerinde iki sakıncası vardır:

- Sonradan anlama önyargısına sahip yatırımcı, dünyayı daha kolay tahmin edilebilir bulmakta ve bu durum kişinin kendine aşırı güvenmesine neden olarak birtakım hatalara düşmesine sebebiyet vermektedir.
- Sonradan anlama önyargısı, finans piyasasındaki danışmanların acı bir şekilde deneyimledikleri üzere, makul bir girişimi yatırımcıların zihninde aptalca hatalara dönüştürmektedir.

⁸¹ Baruch Fischhoff, "Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty", *Journal of Experimental Psychology*, Vol.1, 1975, p.288.

⁸² Kahneman and Riepe, *a.g.m.*, p.5.

2.2. BİLİŞSEL EĞİLİMLER

Geleneksel teoriler insanoğlunun yatırım yaparlarken rasyonel davrandıklarını savunmaktadırlar. Oysa insanoğlu, zihninde yarattığı yanılgılarla hatalı çıkarımlar yaparak rasyonel olmayan davranışlar sergileme zaafına sahiptir. Finans dünyasında insanların yatırım yaparken hiç de mantıklı olmayan bu tutumuna 'Bilişsel Eğilimler' adı verilmiştir.

Bilişsel eğilimler, belirsizlik durumunda karar almayı kolaylaştırmakla birlikte, kapsamlı bir değerlendirme yapılmasını engellemektedir. Bununla birlikte, bilişsel eğilimler, diğer adıyla zihinsel kestirme yollar, yatırımcıların yeni yatırımlarında olumlu düşünmelerine, risk algılarına ve karar verme süreçlerine etki ederek yatırım kararlarında etkili olmaktadır.

2.2.1. Temsil Etme Eğilimi

İnsanlar hayatın gereği duygu, düşünce ve materyalleri belli bir sınıflandırmaya tabi tutarlar. Daha önce karşılaşmadıkları bir durumla karşısında, onu anlamlandırabilmek için geçmiş hayat deneyimlerinden yola çıkarak benzerleriyle bağlantı kurmaya çalışırlar ve kendi sınıflandırmalarına dahil etmek isterler. "Ancak, gerçekte onlar birbirinden oldukça farklı olmalarına rağmen bazen yeni bir olgu daha önce sınıflandırılmamış öğelerin temsilcisi olabilir. Bu gibi bir durumda sınıflandırma yanılgıya neden olmaktadır."⁸³

Yapılan çalışmalar insanların belirsizlik karşısında olasılıklardan ziyade bilişsel yanılgılardan/kısayollardan yararlandıklarını ortaya koymuştur. "Genelde seçeneklerden hangisi daha fazla temsiliyet kapasitesine sahipse şans ve ihtimal ondan yana olmaktadır."⁸⁴

Tversky ve Kahneman, yapmış oldukları bir çalışmada temsil etme eğilimini şu şekilde açıklamışlardır. Linda, 31 yaşında, bekar, açık sözlü, zeki bir kadındır. Felsefe bölümü mezundur ve öğrenciliğinde sosyal adalet ve ayrımcılık ile ilgili konulara yönelmiş, ayrıca anti nükleer gösterilere katılmıştır. Araştırmacılar Linda ile ilgili bu bilgileri verdikten sonra araştırmaya katılanlara şu iki muhtemel durumun hangisinin daha olası olduğunu sormuşlardır;⁸⁵

⁸³ Pompian, *a.g.e.*, s.62.

⁸⁴ Şenkesen, *a.g.f.*, s.182.

⁸⁵ Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Extensional Versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment", *Psychological Review*, Vol.90, No.4, Oct. 1983, p.297.

- Linda bir banka memuru (M)
- Linda bir banka memuru ve aynı zamanda feminist eylemlere katılmaktadır (M&F).

Linda ile ilgili veriler aslında ne banka memuru profiline, ne de feminist profiline uymaktadır ve her iki durumun da birbirine olasılık üstünlüğü bulunmamaktadır. Ancak katılımcıların % 87'si Linda'nın hem banka memuru hem de feminist olduğunu düşündüklerini söylemişlerdir. Burada denekler hem banka memuru hem de feminist insanlarda bulunabilecek ortak yanların Linda'da bulunduğu kanaatine varmışlar ve neticesinde bu sonuca varmışlardır. Çalışmada denekler benzerlik ve temsililik yanlılığı ile karar verdiklerini ortaya koymuşlardır. Oysaki hayatta belli kalıplar her zaman insana doğru yolu göstermemektedir.

Yatırımcılar karar verme süreçlerinde kendi belirledikleri belirli önyargıları ile karar vermektedirler.

“Temsiliyet eğilimi küçük sayılar yasasına dayandırılmaktadır.”⁸⁶ Bu tanımı ilk kez Kahneman ve Tversky (1974) ortaya koymuştur. İnsanlar uzun süredir deneyimledikleri olgulara ve düşüncelere büyük önem vermektedirler. Mesela son iki yıldır kazandıran bir yatırım fonunun gelecek yıllara ait tahminlerinde kazandıracığı varsayılır. Bireyler, karar verme sürecinde büyük örneklem için geçerli olan bu yasayı, küçük örneklem için de geçerli kabul etmektedir. Buna “küçük sayılar yasası” adı verilmektedir. Yatırımcılar, küçük sayılar kanununu kullanarak geçmişteki kazanç sağlayan yatırımın gelecek yıl da kazanç getireceği çıkarımında bulunabilmektedirler. Ancak buradan istatistiki bir çıkarımda bulunmak her zaman doğru sonuçlar vermeyebilir.

2.2.2. Çerçeveleme

“Çerçeveleme eğilimi, karar vericilerin çeşitli durumlara, seçimlerin sunulduğu bağlama (çerçevesi) dayalı olarak farklı yanıt verme eğilimidir.”⁸⁷ Gerçek hayatta insanlar herhangi bir sorunla karşılaştıklarında ya da bir karar aşamasında esneklikten yadırlar. Ancak kişiler kararlarını vermeden önce önlerine gelen alternatiflerin nasıl sunulduğu önemlidir.

⁸⁶ Sinem Sevil ve Hakkı Kutay Çilingiroğlu, “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl.10, Sayı.19 Bahar 2011, İstanbul, s.258.

⁸⁷ Pompian, a.g.e., p.237.

“Bununla birlikte, aynı seçenek çerçevelenebilir veya farklı şekillerde tanımlanabilir.”⁸⁸ Çerçeveleme etkisini, Kahneman ve Tversky (1984) “Choices, Values, and Frames” adlı meşhur çalışmasında şöyle anlatmaktadır. 152 deneğe, ABD’nin 600 kişiyi öldürmesi beklenen ve alışılmadık bir Asya hastalığı ile mücadele etmesi gerektiği söyleniyor. Hastalıkla mücadele için yapılan çalışmalar sonucu iki alternatif olduğu ve birinci alternatife göre 200 kişinin kesin kurtulacağı (A), ikinci alternatife göre ise üçte bir ihtimalle 600 kişinin kurtulacağı ancak üçte iki ihtimalle hiç kimsenin kurtarılamayacağı (B) anlatılıyor. Deneklerin % 72’si A şıkkını seçerken, % 28’i B şıkkını tercih ediyor. Çalışmaya katılanların büyük çoğunluğu 600 hayat kurtarmanın üçte bir ihtimal olmasına karşın 200 hayat kurtarmanın kesin olmasını tercih ediyorlar. Araştırmacılar aynı olayı 155 denekten oluşan başka bir çalışma grubuna tekrarlıyorlar ancak aynı alternatifleri farklı bir çerçeveden sunarak. Yine aynı hastalık ve aynı senaryo ancak alternatifler şöyle: Birinci alternatif (C), bu 600 hastanın 400’ünün kesin öleceği, ikinci alternatif (D) ise üçte bir ihtimalle hiç kimsenin ölmeyeceği ve üçte iki ihtimalle 600 kişinin öleceği. Denekler bu sefer C seçeneğini % 22 oranında seçerken D Seçeneğini %78 oranında tercih etmişlerdir. Burada aynı olaya iki farklı çerçeveden bakılmış, insanların o çerçevelerden olayı değerlendirip risk almaları istenmiştir. Araştırmacılar bu çalışmalarlarıyla deneklerin çerçeveleme etkisinde kaldıklarını bulgulamışlardır.

“Çerçeveleme ile ilgili çalışmalar bir yatırımın sunulma şeklinin ‘riskli ve spekülative fırsatlara karşı altın fırsatlar’ önerilmesi karar almayı nasıl çarpıttığını gösteriyor.”⁸⁹ Aslında çerçeveleme, kayıptan kaçmanın psikolojik gerekçesi olarak tanımlanabilir.

2.2.3. Mevcudiyet Yanlılığı

Yapılan araştırmalar insanların karar aşamasında bazı bilgilere diğerlerine oranla daha fazla önem verdiklerini ortaya koymuştur. İnsanlar, kolay hatırladıkları, sürekli bahsi geçen ve güncel bilgilerle daha fazla ilgilenirlerken geçmişte kalan eski bilgileri pek önemsememektedirler. “En son gerçekleşen olaylar çok daha belirgin olaylardır ve karar alınırken daha çok bu olaylara ağırlık verilmektedir.”⁹⁰

İnsanların risk algısını yaşadığı deneyimler oluşturur. Bu deneyimler sonucu birtakım önyargılar gelişebilir ve bu önyargılar belirli olaylar karşısında algının da

⁸⁸ Daniel Kahneman and Amos Tversky, “Choices, Values, and Frames”, *American Psychological Association*, Vol.39, No.4, p.343.

⁸⁹ Peterson, *a.g.e.*, s.264.

⁹⁰ Ansari, *a.g.m.*, p.21-22.

yanlış olmasına neden olabilir. "Temsililik ile birleştğinde olasılık belirlemenin abartılması durumu ortaya çıkmaktadır."⁹¹

"Mevcudiyet kısayoluna neden olan olaylar şu başlıklar altında toplanabilir:"⁹²

- Olayın güncelliği
- Olayın dramatik ve duygusal oluşu
- Sık sık karşılaşılması sonucu oluşan tanınmışlık
- Sıradışı olması ve medyada sıkça yer alması
- Olayın kişinin zihnindeki mevcut bilgiyi destekliyor oluşu
- Olayın dikkat çekici oluşu.

Pompian, mevcudiyet yanlışlığıyla yatırım hatalarına neden olabilecek davranışları şu şekilde sıralamıştır:⁹³

- **Elde edilebilirlik:** Yatırımcılar ulaşabildikleri ya da elde edebildikleri veriler neticesinde (reklamlar, arkadaşlar, uzman tavsiyeleri vb.) yatırım kararı alırlar. Burada yatırımcılar verilen kararın doğruluğunu pek fazla araştırma yoluna gitmezler.
- **Sınıflandırma:** Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken kendi zihinlerinde oluşturdukları mevcut kategorileri temel alacaklardır. Diğer kategoriler kolayca akla gelmeyeceği için seçenekler arasında olmayacaktır.
- **Deneyimleri dar aralıklandırma:** Yatırımcılar yatırım tercihlerini seçerken kendi hayat deneyimlerinin dar bir alanından seçerler. Örneğin çalıştıkları sektör, yaşadıkları bölge, çevrelerinde bulunan insanlar.
- **Yankılama:** Yatırımcılar kendi karakteristiklerine uygun yatırım araçlarını seçerler. Karşılıklarına iyi bir yatırım fırsatı çıksa dahi bunu göz ardı edebilirler. Örneğin tutumlu birinin pahalı hisse senetleriyle ilgilenmeyip buradan elde edeceği faydadan mahrum kalması gibi.

2.2.4. Çapa Atma

İnsanlar belirsizlik durumunda bir karar vermek zorunda kaldıklarında öncelikli olarak bir referans noktası belirlemek ve bunu bir dayanak olarak görüp verecekleri kararı bu dayanak çevresinde değerlendirme yaparak vermek isterler. "Çapa atmak, aslında kararlarda doğrudan etkili olmaması gereken bir bilgiyi önemsemek ve onu

⁹¹ Matthew Rabin, "Psychology And Economics", *Journal Of Economic Literature*, Vol.34, No.1, Mar. 1998, p.36.

⁹² Sezer, a.g.t., s.69-70.

⁹³ Pompian, a.g.e., p.99.

kararlarda değişken olarak dikkate almaktır.”⁹⁴ Yapılan araştırmalar, yatırımcıların karar verirken ilk referans noktalarını nasıl belirlediklerini bilmediklerini göstermektedir. Ancak bu referans noktası yeni bilgi edinildiğinde değişebilir.

Tversky ve Kahneman, iki öğrenci grubuyla yapmış olduğu çalışmada bu öğrenci gruplarının dikkate aldıkları dayanak noktalarıyla sonucu nasıl etkilediklerini ortaya koymuşlardır.⁹⁵ Her iki gruba tahtaya yazılan çarpma işleminin sonucunu 5 saniyede tahmin etmeleri istenmiştir: Birinci grubun tahtasına 8X7X6X5X4X3X2X1, ikinci grubun tahtasına 1X2X3X4X5X6X7X8 yazılmıştır. Böylesine kısa bir sürede tahmin yapılabilmesi, rakamların yalnızca birkaç basamağını kullanarak hesaplama yapılmasına, işlemin geri kalan kısmının da düzenleme ile buldukları gözlemlenmiştir. Birinci grupta azalarak verilen dizinin ilk basamakları büyük olduğu için çarpma işleminin ortalama sonucu 2250 bulunmuştur. İkinci grupta artarak verilen dizinin ilk basamakları küçük olduğu için çarpma işleminin ortalama sonucu 512 olarak bulunmuştur. İki işlemin sonucu da birbirine eşit ve 40320 olmasına rağmen öğrenciler verilen rakamların sıralanışı gereği ilk rakamları kendilerine dayanak olarak belirlemişler ve farklı sonuçlar ortaya koymuşlardır.

Yine bu konuda Özerol ve arkadaşlarının yapmış olduğu çapa atma yanılığı ile ilgili çalışma İstanbul/Talimhane’de bulunan üç adet dört yıldızlı otelin lobisinde gerçekleştirilmiştir.⁹⁶ Çalışmayı yürüten anketörlere otel kapısından giren ve kesinlikle ‘yabancı’ oldukları bariz olan deneklerle bu çalışmayı yürütmeleri istenmiş. Anketörler, denekler kapıdan girdiklerinde ellerinde iki adet restoran resmi bulunan kartları bu turistlere göstererek onları bu otele getiren turun akşam ‘dürüm’ yemeye bu restoranlardan birine götüreceklerini söylüyorlar. Bu arada kartlarda restoranda müşteri yokken çekilmiş bir iç mekan görüntüsü mevcut. Yani boş, müşterisiz masalar ve sadece bir garson. Deneklerin pek çoğu resmin yetersizliği nedeniyle cevap vermek istemiyor. Anketör bu sefer üzerinde iki farklı tatlı resmi olan kartları turistlere gösteriyor ve bu tatlıların bu restoranlarda mevcut olduğunu ve hangi tatlıyı tercih edeceklerini soruyor. Bu durumda herkes iki tatlıdan birini mutlaka seçiyor. Ancak akşam yemeğe tatlı değil dürüm yenmeğe gidileceği ve turistlere bu iki restorandan hangisini tercih ettikleri sorulduğunda turistlerin % 84’ü tatlısını beğendikleri restorana gitmeyi tercih ettiklerini belirtiyorlar. Aslında seçmiş oldukları tatlı ile akşam yenilecek dürümün lezzet ilişkisi bulunmamakla birlikte, beğendikleri tatlıyı referans noktası olarak belirlemeleri restoran seçimlerinde etkili olmuştur.

⁹⁴ Özerol, a.g.e., s.101.

⁹⁵ Amos Tversky, Daniel Kahneman, “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, **Science, New Series**, Vol.185, No.4157, Sep. 1974, p.1128.

⁹⁶ Özerol, a.g.e., s.102.

2.2.5. Kumarcı Yanılgısı

Şans, insanoğlu varolduğundan beri bireysel beklentileri karşılamak için kullanılan bir faktördür. Her ne kadar şans olgusu bireylerin kişisel çabalarının ürünü olmamakla birlikte 'iyi şans' ya da 'kötü şans'ın varlığı herkes tarafından kabul görmüş bir inanıştır.

"Şans oyunları ile talih, bahis ve kumar arasında oyun tekniği ve oyun kuralları açısından bazı farklılıklar olmakla birlikte nitelik ve mantık açısından pek farklılık yoktur."⁹⁷ Şans oyunlarında oyuncunun hiçbir bireysel gayretinden söz edilemez, sadece tesadüfler oyunun sonucunu etkilemektedir.

"Kumarbaz yanılgısı, geçmişte yaşanmış birbirinden bağımsız olayların gelecekteki olayları etkileyeceği yönünde bir mantık hatasıdır."⁹⁸ Burada yatırımcı bir serinin sonunu iyi ya da kötü tahmin etmeye çalışmaktadır. Her iki durumda da yatırımcılar piyasaların hafızası olduğuna inanırlar. Yatırımcı serinin devam edeceğine inanıyorsa 'sıcak el' yanılgısı, serinin devam etmeyip tam tersi yöneleceğine inanıyorsa 'ortalamaya geri dönüş' hatasında bulunacaktır.

Örneğin bir basketbol maçında ardarda sayı yapan basketbolcunun bir sonraki atışının da basket olacağı sıcak el yanılgısıdır. Hisse senedi piyasasının ertesi yıl bir önceki yıla göre tersi performans beklentisi ortalama geri dönüş hatasına örnektir. Bazen yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerinin peşpeşe değer kazanmasının bir sürekliliğinin olmayacağını düşünüp portföylerini gözden geçirmekte ve satma eğilimine gitmektedirler. Bazen de yatırımcılar kaybeden hisse senetlerini ellerinde tutarak bu gidişatın bir gün biteceğini düşünmektedirler. Kumarcı yanılgısı, yatırımcılar için mümkün olandan daha az kazanç sağlanmasına neden olabileceği gibi zararın giderilmesinde de faydasız kalabilmektedir.

2.2.6. Kayıptan Kaçınma

Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılında 'Beklenti Teorisi' ile ortaya koyduğu kayıptan kaçınma önyargısı, insanların kaybetmeye karşı daha duyarlı olduğu ifade etmektedir. Yatırımcılar ile ellerinde bulundurdukları mevcut mallar arasında duygusal bir bağ vardır. İnsanların kazanma ihtimali olan bir mal varlığını tercih etmektense ellerinde bulundurdukları mevcut mal varlığını kaybetmemeyi tercih ettikleri gözlenmiştir. Buna finans biliminde 'sahip olma etkisi' denir ve bu durum kayıptan kaçınma davranışının ölçülebilir bir sonucudur.

⁹⁷ Muhammet Ruhat Yaşar, "İddialı İşler: İddaa Oyununa Sosyolojik Bir Bakış", *e-Journal of New World Sciences Academy*, Volume.6, No.3, Article Number: 4C0103, 2011, s.457.

⁹⁸ Peterson, a.g.e., s.337.

Kahneman ve Tversky yapmış oldukları çalışmada deneklere aşağıdaki iki farklı alternatifi bulunan soruları yanıtlamalarını istemişlerdir.

Soru 1: İki arasında tercih yapın⁹⁹

- A. % 80 olasılıkla 4.000 pound kazanmak
- B. %100 olasılıkla 3.000 pound kazanmak

Soru 2: İki arasında tercih yapın

- C. % 80 olasılıkla 4.000 pound kaybetmek,
- D. %100 olasılıkla 3.000 pound kaybetmek

İlk soruyu yanıtlayan 95 deneklerden % 80'i B seçeneğini, ikinci soruyu cevaplayan 95 denekten % 92'si C seçeneğini seçmişlerdir.

Aslında her iki sorunun da olasılık yüzdeleri aynıdır. Fakat her ne kadar verilen rakamlar aynı da olsa ilk soru kazanma üzerine ikinci soru kayıp üzerine kurgulanmıştır.

Kayıptan kaçınan yatırımcılar ellerindeki mevcut hisseler düşüş trendine girdiğinde, onları satmakta zorlanmaktadırlar. Fakat ellerinde uzun süre tutarak kayıplarının durmasını beklemek, yatırımcılar için portföyün getirisinin olumsuz yönde etkilenmesine neden olmaktadır. Alım kararı daha kolay verilirken satış kararının bu kadar zor verilmesini araştırmacılar araştırıyorlar ve alım kararının objektif veriler sonucu gerçekleştiğini, ancak satış kararının duygusal kararlarla verildiği sonucuna varıyorlar.

2.2.7. Mizaç Etkisi

İnsanlar kendilerini iyi hissetmek için, gurur verici davranışlarda bulunurlar ve pişmanlık duyacakları davranışlarda bulunmamaya gayret ederler. Yatırımcılar doğru karar aldıklarında bu durum onlar için gurur vericidir ve duygusal bir memnuniyete neden olur. Oysa yatırımcılar alınan kararların kötü sonuçlanması sonucu pişmanlık ve duygusal üzüntü içine girerler.

“Bireysel bir yatırımcının portföyünden bir hisse senedi satması, satın aldığı andan itibaren değer kaybına uğrayan bir hisse senedi satma eğiliminden daha yüksektir.”¹⁰⁰ Bu duruma finans yazınında ‘yatkinlik etkisi’ denir. Yatırımcıların sonradan pişman olmamak için göstermiş oldukları bu davranış biçimi yatırım

⁹⁹ Kahneman and Tversky, “Prospect Theory”, *a.g.m.*, p.268.

¹⁰⁰ Nicholas Barberis and Wei Xiong, “What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation”, *The Journal of Finance*, Vol.64, No.2, April 2009, p.751.

kararlarını etkilemekte ve rasyonel olmayan başka davranış biçimleriyle değiştirmektedirler.

“Yatkınlık etkisi şöyle bir örnekle açıklanabilir.”¹⁰¹ Bireysel bir yatırımcı belli bir hisse senedine yatırım yapmak istiyor. Ancak bu yeni hisse senedi için yeterince parası yok. Portföyünde bulunan iki farklı hisse senedinden birini sattığı takdirde yeni hisse senedini satın alabilecek. Portföyündeki birinci hisse senedi aldığından beri % 20 kazanç getirisine sahip, ikinci hisse senedi ise alındığından beri % 20 zarar meydana getirmiş. Bu durumda hangi hisse senedi satılmalı? Yatırımcıda, birinci hisse senedi satıldığında ne denli doğru bir yatırım yaptığı düşüncesi, ikinci hisse senedi satıldığında ise pişmanlık duyguları gelişecektir. Bu yüzden yatkınlık etkisi, birinciyi satma, ikinciyi ise elde tutma ve böylece pişmanlıktan kaçınmayı öngörmektedir.

2.2.8. Ayırma Etkisi

Yatırımcıların yatırım kararlarında çeşitli çelişkiler bulunabilir. “Alternatifler arasındaki tercihi basitleştirmek için, insanlar alternatiflerin paylaştığı bileşenleri genellikle göz ardı eder ve onları ayıran bileşenler üzerine odaklanırlar.”¹⁰² Ortada bir seçim söz konusu olduğunda tutarsız tercihler üretilebilir. Bunun nedeni de kişilerin umutlarının değişik yollar izlemesi ve farklı kompozisyonların farklı tercihlere neden olmasıdır. Bu davranış eğilimine ‘izolasyon etkisi’ denir.

İnsanlar seçim sürecinde iki safhadan geçerler. Birinci safhada düzenleme yaparlarken ikinci safhada değerlendirme yaparlar. Düzenleme aşamasında olasılıkları analiz ederek seçenekleri organize ederler ve bir sonraki aşama için durumu basitleştirirler. Değerlendirme aşamasında ise, düzenlenen olasılıklar arasında en yüksek değeri veren olasılık seçilir.

2.2.9. Zihinsel Muhasebe

Zihinsel muhasebe, kişinin kendi zihninde yaptığı gelir/gider, kazanç/zarar, değerli/değersiz gibi finansal olguları kategorize ettiği muhasebedir. İnsanlar ekonomik kararlar alırken, bir varlığa değer biçerken onları belli bir kategoriye sokarlar. “Zihinsel muhasebe, bireylerin ve ailelerin finansal faaliyetleri organize etmeleri, değerlendirmeleri ve takip etmeleri için kullandıkları bilişsel işlemler dizisidir.”¹⁰³ İnsanlar genellikle ekonomik karar verme sürecinde ya da bir varlığa

¹⁰¹ Gazel, a.g.e., s.36.

¹⁰² Kahneman and Tversky, “Prospect Theory”, a.g.m., p.271.

¹⁰³ Richard H. Thaler, “Mental Accounting Matters”, *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol.12, Sep. 1999, p.183.

değer biçerken zihinsel muhasebeye başvururlar. Zihinsel muhasebe kavramını ilk kez Richard H. Thaler (1980), "Toward a Positive Theory of Consumer Choice" adlı çalışmasında kullanmıştır.

Thaler (1999), zihinsel muhasebenin üç bileşeninden bahseder. Birinci bileşende sonuçların nasıl algılanıp yorumlandığı, kararların nasıl verileceği ve nasıl değerlendirileceği belirlenir. Burada zihinsel muhasebe ile hem maliyet öncesi hem de maliyet sonrası fayda analizi yapılır. İkinci bileşende faaliyetlerin belirli hesaplara devredilmesini içerir. Gelir kaynakları ve gelirin kullanımı hem zihinde hem de gerçek hayatta etiketlenir. Harcamalar kategorilere göre gruplanır ve bütçeleri belirlenir, konut, yiyecek vb. Üçüncü bileşende ise hesaplar günlük, haftalık, aylık hatta yıllık olarak değerlendirme sıklığı belirlenir. "Zihinsel muhasebenin her bir parçası, ekonomiklik ilkesini ihlal eder."¹⁰⁴ Sonuç olarak, zihinsel muhasebe yapılan tüm seçimler üzerinde etkili olur.

Zihinsel muhasebe kavramını şöyle bir örnekle açıklamak uygun olacaktır. Yazın çıkılacak bir haftalık tatil için 500 TL ödemeyi bahar aylarında yapan bir kişi son anda gitmesine engel bir sebeple karşılaştığında ve tatil planı iptal olduğunda tekrar tatil için bütçe ayırmak istemeyecektir. Çünkü tatil için maliyet ödenmiştir ve zihin bunun muhasebesini yapmıştır. Oysa yine aynı tatile çıkacak kişi tatil için ödeme yapmamışsa ve iptal olan tatil yerine yeni bir tatil planı yaptığında bu tatilin planı 500 TL yerine 1000 TL dahi olsa bu ödemeyi yapmaktan çekinmeyecektir. Çünkü zihninde tatil için ayırdığı 500 TL'yi muhasebeleştirmediğinden ve önemli olan bütçe değil de tatilin kendisi olduğundan 1000 TL harcamaktan çekinmeyecektir.

Yine farzedelim ki çok sevdiğiniz bir sanatçının konserine gitmek için internette 100 TL'lik bilet ayırttınız ve bileti konser girişi kapıdan alacaksınız. Konser günü geldiğinde kapıya vardığınızda cebinizden 100 TL düşürdüğünüzü farkettiniz. Fakat diğer cebinizde de bir 100 TL var. Bu durumda bilet parasını beyninizde muhasebeleştirmediğinizden bilet parasını ödemekten pek çekinmeyeceksinizdir. Oysa bileti önceden 100 TL'ye peşin almış olsaydınız ve konser günü kapıya geldiğinizde kaybettiğiniz bilet olsaydı, tekrar bir 100 TL verip bilet alır mıydınız? Genellikle insanlar yeni bilet almama eğilimi göstermektedirler çünkü konser bileti için ayrılan bütçe zihinde muhasebeleştirilmiştir.

İnsanlar, emek vererek kazandıkları para ile beklenmedik bir şekilde ellerine geçen paranın kullanılmasını zihinlerinde farklı muhasebeleştirilmektedirler. Örneğin

¹⁰⁴ Thaler, *a.g.m.*, p.183.

2000 TL aylık kazancı olan biri, maaşı ile çok beğendiği 500 TL'lik kot pantolonu almaktan çekinir. Fakat piyangodan çıkan 500 TL'nin bir kot pantolon için harcanmasını pek de önemsemeyebilir. Çünkü piyangodan çıkan parayı zihninde muhasebeleştirmemiştir.

Alışverişlerde kullanılan kredi kartları ile cepte bulunan nakit paranın zihinsel muhasebesi de farklıdır. Mesela market alışverişi yaptınız ve kasaya geldiniz. Hesap 200 TL tuttu. Ödemeyi kredi kartı ile yaparsanız uzattığınız kredi kartı plastik bir para olduğundan zihninizdeki değeri düşük olacaktır. “Kredi kartı, zihinsel olarak devalüe edilmiş paradır.”¹⁰⁵ Oysa bir anda 200 TL'yi nakit olarak ödendiğinizde cebinizden çıkan 200 TL'dir. Yapılan harcamanın meblağı aynı olsa da zihinde yarattığı etki farklıdır. Bu da zihinsel muhasebenin bir oyunudur.

2.2.10. Tutuculuk (Muhafazakarlık)

Tutuculuk, “özellikle siyasal ve toplumsal düzeni olduğu gibi sürdürme görüşü, tutumu, anlayışı, muhafazakârlık” olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁶ İnsanlar bir konu hakkında fikir sahibi olduktan sonra bunun üzerine yapılmış yeni bilgiler ve yorumlara ilgisiz kalmaktadırlar. İnsanlar yeni fikirler karşısında mevcut tutum ve anlayışlarını değiştirmekte zorlanmaktadırlar. Bazen hiç tutum değişikliğine gitmezlerken, bazen de çok yavaş değişim göstermektedirler.

“Tutuculuk, bireylerin yeni olaylarla karşılaştığında inançlarını değiştirmedeki yavaşlık olarak ta tanımlanabilir.”¹⁰⁷ İnsanlar normal olarak değerlendirdikleri bu gibi durumlarda kendilerini daha güvende hissetmektedirler. Bu nedenle tutuculuk önyargısı ile yatırımcıların önceki düşüncelerine aşırı ağırlık vermeleri ve yeniliğe karşı direnç geliştirmeleri nedeniyle piyasalarda düşük reaksiyon gelişmektedir.

“Tutuculuk yanlılığı, insanların önceden görüşlerine ya da tahminlere sadık kaldıkları, yeni bilgileri kabul etmek pahasına zihinsel bir süreçtir.”¹⁰⁸ Mesela, bir yatırımcı elindeki hisse senetlerinin gelecek dönemlerde değer kaybedeceğine dair duyum aldığını ve önceki aylara göre getirisinde düşüş yaşanması beklendiğini varsayalım. Tutucu yatırımcı, bu güncel haberlere göre hareket etmek yerine mevcut görüşüne sadık kalarak yeni bilgilere tepki verecektir. Bu da piyasada düşük tepkiye neden olmaktadır.

¹⁰⁵ Özerol, a.g.e., s.47.

¹⁰⁶ http://www.tdk.gov.tr/index.php?arama=gts&option=com_gts&kelime=tutuculuk, (Erişim tarihi: 08.02.2018).

¹⁰⁷ Barberis vd., a.g.e., p.315.

¹⁰⁸ Pompian, a.g.e., p.119.

2.2.11. Doğrulama Yanlılığı

“Doğrulama yanlılığı, inançlarımızı doğrulayan fikirleri önemserken, inancımızla çelişen fikirleri devalüe eden, seçici bir algılama türü anlamına gelir.”¹⁰⁹ Doğrulama yanlılığı, bir şeye inanmak istediğimizde kendi kendimizi ikna etme çabasıdır. Bu eğilimde insanlar, kendilerini arzu ettikleri sonuca götüren yolda destek alırlarken, aksi ispatlansa dahi farklı fikirleri ihmal ederler. Bu da insanlarda seçici algılamaya neden olmaktadır.

Yapılan bir çalışmada iki farklı gruba bir çocuğun sınav sonucu videodan gösteriliyor. Gruplardan ilkinde, çocuğun yüksek bir sosyoekonomik sınıftan geldiği, diğer gruba da düşük bir sosyoekonomik sınıftan geldiği söyleniyor. Daha sonra gruplara bu çocuğun eğitim konusunda yeterliliğini değerlendirmeleri isteniyor. Birinci grup yani çocuğun yüksek bir sosyoekonomik sınıftan geldiğini sanan grup, çocuk hakkında eğitimsel yeterliliğinin normalin üzerinde olduğunu söylerken ikinci grup, yani çocuğun düşük sosyoekonomik sınıftan geldiğini sanan grup, çocuğun eğitim yeterliliğinin ortalamadan altında olduğu kanısına varıyor. Burada en ilgi çekici yön, iki grubun da aynı test sonuçlarını farklı değerlendirmiş olmalarıdır.

Doğrulama eğilimi, insanın doğasında olan bir tutumdur ve bir nevi saygınlığı korumak için gösterilir. Yaşamın her alanında olduğu gibi finansal piyasalarda da bu eğilime rastlamak mümkündür. Örneğin, kaybeden hisse senedini satmak istemeyen yatırımcı buna en iyi örnektir. Çünkü yatırımcı, satış işlemi gerçekleştirirse, hata yaptığını kabul edecek ve bu da saygınlığını kaybetmesine neden olacaktır. Böyle bir psikolojik nedenden dolayı yatırımcılar oluşabilecek potansiyel kayıpları göz ardı etmekte ve doğru değerlendirme yapamamaktadırlar.

Finans sektöründe doğrulama yanlılığını gösteren yatırımcılar içinde en trajiklerinden biri, 1990'lı yıllarda IBM firmasında yaşanmıştır. IBM'in o yıllarda çıkardığı OS/2 işletim sistemi, çalışanlar için o kadar umut verici olmuştur ki, bu işletim sisteminin tüm bilgisayar dünyasına hakim işletim sistemi olacağına inanmışlardır. Bu yüzden IBM firmasının yıldızı parlayacak ve şirket çok kazanacaktır. Böyle düşünen firma çalışanları IBM'in hisse senetlerine hücum etmiş ve hisse senetleri o yıl 35 \$'dan işlem görmüştür. Firma çalışanları şirketlerinin başarısına o denli inanmışlar ki sadece olumlu gelişmelerle ilgilenip, olumsuz gelişmeleri göz ardı ederek Microsoft Windows gibi bir rakibi önemsememişler. Takip eden 2 yıl içinde hisse senedi değerleri 10 \$ seviyesine indiğinde IBM çalışanları yapmış oldukları hatayı kabul etmeyerek düşmekte olan hisse senetleri

¹⁰⁹ Pompian, a.g.e., p.187.

ellerinde tutmuşlar. IBM hisse senetlerinin 1990'lı yıllarda zararını karşılayabilecek seviyelere gelmesi 5 yıl gibi uzun bir süreyi alsa da, çalışanların doğrulama eğilimi taşıyor olması hisse senetlerini sattırmayıp ümitlerini korumalarına neden olmuştur.

2.2.12. Bilişsel Uyumsuzluk Eğilimi

İlk kez Leon Festinger (1957) tarafından tanımlanan bilişsel uyumsuzluk eğilimi, kişinin duygu, düşünce ve davranışlarında bir uyumsuzluk yaşandığında hissedilen zihinsel bir rahatsızlıktır. Kişi birbiriyle tutarsız iki farklı bilgiye sahip olduğunda bu çelişkili bilgilerin kesiştiği dengesiz bir durum ortaya çıkacaktır.

Festinger'e göre uyumsuzluğu azaltmanın üç yolu vardır.¹¹⁰

- Birbiriyle uyumsuz olan iki bilişten biri tutarlı olacak şekilde değiştirilmeli
- Bilişler önemli derecede çelişki yaratıyorsa çelişkinin büyüklüğü yeni bilişler eklenerek azaltılmalı
- Birbirleriyle tutarlı ve uyumlu bilişler artırılmalı.

Harmon-Jones ve Mills' göre çelişkinin büyüklüğü aşağıdaki gibi formüle edilmektedir.¹¹¹

$$\text{Çelişki Oranı} = \frac{\text{Çelişkili Biliş Sayısı}}{\text{Uyumlu Biliş Sayısı} + \text{Çelişkili Biliş Sayısı}}$$

Festinger çelişkiyi azaltma konusunda yeni alınan fakat uzun yolda konforlu olmayan bir araba örneğini anlatır. Araba iyi ve yeni olduğu için konforlu da olmalı çelişkisi yaşanmaktadır. Bu durumda çelişkiyi azaltmak için şu yollar izlenmelidir:

- Araba daha ziyade kısa mesafelerde kullanılacağı için pek de önemli değil (önemini azaltmak),
- Arabanın görünüşü, servis hizmeti, güvenli oluşu gibi olumlu yönlerine odaklanılmalı (daha uyumlu bilişler eklemek),
- Arabayı satarak çelişkiden kurtulmalı (bu davranış, bilişi değiştirmekten daha zordur).

Festinger, bu konuda yaptığı ünlü çalışmada bir grup öğrenciye bir panodaki vidaları vidalamalarını ister. Ancak vidalama işlemi yaklaşık 1 saat sürmekte ve oldukça sıkıcıdır. İş biten öğrenciye, dışarıda bir öğrenci daha olduğu, o öğrenciye bu işin ne kadar eğlenceli olduğuna ikna etmesi gerektiği ve böylelikle beklentinin

¹¹⁰ Kıyılar ve Akkaya, a.g.e., s.294.

¹¹¹ Döm, a.g.e., s.101.

performansı etkileyip etkilemediğini görecekları söyleniyor. Bu arada deneklerin bir kısmına 1 \$, bir kısmına 20 \$ verilirken bir kısmına da hiç ödeme yapılmıyor. Denekler dışarıdaki bazı öğrencileri işin çok zevkli olduğunu söyleyip ikna ediyorlar. Aradan bir süre geçiyor ve Festinger deneklere bu işi gerçekte nasıl bulduklarını soruyor. 1 \$ alan denekler, aslında işin eğlenceli olduğunu belirtirken, 20 \$ alan ve hiç para almayanlar sıkıcı bulduklarını söylüyorlar. Bu deneyde, denekler bir çelişki içine düşmektedir. Hem sıkıcı olan bir işi eğlenceli kabul etmeleri hem de deneye katılacak diğer kişileri buna inandırmaları gerekmiştir. Bu çalışmada 20 \$ alan grup sıkıcı da olsa bu işi para için yaptığını, hiç para almayan grup hem sıkıcı hem de bedava çalıştığını belirtirlerken 1 \$ alanlar çelişkiye düşmelerine rağmen davranışlarını değiştiremedikleri için inançlarını değiştirmişlerdir.

Ezop aç bir tilkiyle ilgili bir masal anlatır. Tilki başının üzerindeki asmadan sarkan üzümleri görünce ağzının suyu akmaya başlar. Ancak lezzetli üzümlere ulaşmak için çok yükseğe sıçraması gerekir. Birkaç sıçramadan sonra vazgeçen tilki 'Bu üzümler ekşi, eğer almış olsaydım bile onları yemezdim' der.

Bilişsel uyumsuzluk eğilimine finans dünyasında da rastlanır. Yatırımcı, düşünce ve davranışları arasında bir uyumsuzluk yaşarsa çelişkiye düşmektedir. Bu durumda ya düşünce şeklini, ya davranışlarını değiştirecek ya da bunları haklı gösterecek bir mazeret bulacaktır.

Kaybetmekte olduğu hisse senedini ısrarla elinde tutan yatırımcı buna örnek olarak gösterilebilir. Yatırımcı hisse senedini alırken, elbette kazanç beklentisi içinde olacaktır. Hisse senetleri değer kaybettiği zaman mantıklı olan onu satmak olmalıdır. Ancak yatırımcı burada çelişki yaşamaktadır ve öncelikle elindeki hisse senetlerini satmak istemeyecektir. Bu çelişkiden kurtulmak isteyen yatırımcı, hisse senetlerinin tekrar değerlendirileceği gibi bahanelerle zihnine yeni bilişler ekleyecektir. Burada yatırımcının portföyünü kazanca dönüştürecek yatırım kararları alması gerekir. Çünkü "bilişsel uyumsuzluğun psikolojik bir maliyeti vardır."¹¹² Elinde zarar eden bir menkul kıymet bulunduran yatırımcı, her geçen gün kaybetmeye devam edecektir.

2.2.13. Kontrol İllüzyonu Eğilimi

Kontrol illüzyonu, insanların gerçekte sonuçlarını kontrol etmelerinin mümkün olmadığı durumlarda, kendi kontrollerinin varlığına inanmaları yanılıdır. Bu tarz yanılılar en çok bahis oyunlarında ve kumar salonlarında görülür. Kontrol illüzyonu eğilimli kişiler, sonuçlar üzerinde hiçbir etkileri olmamalarına karşın şans ile

¹¹² <https://pdfs.semanticscholar.org/f022/58c85fa3a1d612543e350568c50e749ebbca.pdf>, (Erişim tarihi: 09.02.2018).

yetenekleri arasında ayırım yapamadıklarından aşırı iyimser bir tavır içinde olmaktadır.

Bu konu ile ilgili ilk çalışmalardan biri Ellen J. Langer'a aittir ve kontrol illüzyonunu "objektif bir ihtimalin çok üzerinde bir kişisel başarı ihtimali beklentisi" olarak tanımlamıştır.¹¹³ İnsanların çoğu şans ile beklenti arasında bir bağlantının varlığını kabul ederler ancak bu bağlantının nasıl kurulduğu hakkında hiçbir fikirleri yoktur. Beceride, eylem ile sonuçları arasında nedensel bir bağlantı vardır ve bu kontrollü bir başarıdır. Oysa şans, kontrol edilemeyen, tesadüfi bir olaydır.

"Langer, seçim, görev aşinalık, rekabet ve aktif katılımın herkesin güvenini arttırıp bu tür illüzyonlar üretebildiğini buldu."¹¹⁴ Mesela kişiler rastgele sayılarını kendi seçtikleri piyango oyununa, makine tarafından oynanmış bir kumar oyununa oranla daha fazla ödeme yapmak istemektedirler. Araştırmacılar, aralarında hiçbir nedensel bağ bulunmayan bu şans oyununu oynayanlarda, şansa dayalı tahminlerinin büyük oranlarda kesinlik gösterdiğine inandıklarını tespit etmişlerdir.

Kontrol illüzyonu yanılığı olan yatırımcıların, yatırım hatasına neden olabilecek davranışları şu şekildedir:¹¹⁵

- Yatırımcılar normalden daha fazla işlem yaparlar. Yaptıkları yatırımın sonuçlarının kendi kontrollerinde olduğuna inanırlar.
- Kontrol illüzyonu yanılığı, yatırımcıların çeşidi az olan portföylerini zenginleştirmelerini engeller. Çünkü yatırımcılar çok iyi konsantre olduklarını ve yatırım yaptıkları şirketlerin kaderleri olduklarını savunurlar.
- Kontrol illüzyon yanılığı, yatırımcılara yaptıkları yatırımı limitli yaptıklarını hissettirdiği için limitli sipariş vermelerine ve diğer teknikleri kullanmalarına engel olur. Bu da gereksiz kaçan bir fırsata ya da keyfi bir fiyata alım yapılmasına neden olur.
- Kontrol illüzyon yanılığı, genel olarak, yatırımcının aşırı güvene katkıda bulunur.

Özellikle internet üzerinden yatırım yapan kişiler, bütün kontrolün kendilerinde olduğuna inanıp aşırı işlem yapabilirler. Oysa piyasa oldukça karmaşıktır ve anlık değişikliklere sahiptir. Bu nedenle bütün kontrolü kendinde hisseden yatırımcı, çeşitlilikten uzaklaşır ve riskli ve çeşidi az bir portföy oluşturma eğilimine girer. Bilindiği üzere zenginleştirilmemiş portföyler yatırımcı için bir hayli risk teşkil etmektedir.

¹¹³ Ellen J. Langer, "The Illusion of Control", *Personality and Social Psychology*, Vol.32, No.2, 1975, p.311.

¹¹⁴ Pompian, a.g.e., p.112.

¹¹⁵ Pompian, a.g.e., p.115.

2.3. DUYGUSAL EĞİLİMLER

Geleneksel finans teorilerinde insanlar rasyonel birer varlık olarak ele alınmıştır. Oysa davranışsal finans teorileri insanların rasyonel oldukları kadar irrasyonel davranışta da bulunabileceğini savunmaktadır. İnsanlar yatırım kararlarını verirlerken her türlü bilgiyi organize etmeye çalışırlar ancak zaman zaman içlerinde buldukları duygu durumları kararları üzerinde etkili olmaktadır.

Duygusal yanılığın ölçümü zor olmakla birlikte son yıllarda yapılan çalışmalar duygusal yanılığın gerçekliğini ortaya koymuştur.

“Duygular beynin trafik lambalarıdır. Bir fırsatı ya da tehdidi düşünürken, duygular bize risk almamızın mı (coşku), temkinle ilerlememizin mi (kaygı) yoksa durup geri çekilmemizin mi (korku) daha iyi olduğunu gösterir.”¹¹⁶ İnsanoğlunun düşünce, davranış ve olayları algısı duygularından kaynaklanır ve bu duygular herkes için öznedir.

İnsanlar yatırım kararlarını verirlerken normalde hiç ilgilenmedikleri bir yatırımla iyimser hissettikleri bir anda ilgilenebilirlerken, ilgilendikleri bir yatırımdan da kaygılı ve endişeli oldukları bir anda kaçınma davranışı sergileyebilirler. Yatırımcıların kısa dönemli yatırım kararlarını bilişsel eğilimlerin, uzun dönemli yatırım kararlarını duygusal eğilimlerin yönlendirdiği, yapılan çalışmalarla ortaya konulmuştur.

2.3.1. Belirsizlikten Kaçınma

İnsanlar bir konu hakkında yeterli bilgiye sahip değillerse o konuyla ilgili karar vermekten çekinirler. Bir konunun risklerini ve olası sonuçlarını bilmek her insan için daha güven vericidir. İnsanların olası sonuçlarını bilmedikleri bu durumdan kaçınmalarına ‘belirsizlikten kaçınma’ denir.

Belirsizlikten kaçınma ile ilgili ilk çalışmayı ünlü ekonomist Frank H. Knight (1921) yapmıştır. “Risk, Belirsizlik ve Kâr” adlı çalışmasında belirsizliği sonucu belli olmayan bir kumar oyununa benzetmiş ve insanların riskten daha çok belirsizlikten hoşlanmadıklarını tespit etmiştir.

Ancak bu konuda yapılmış, en bilinen çalışma Ellsberg Paradoksu olarak da adlandırılan Daniel Ellsberg’in 1961 yılında yaptığı çalışmadır. Ellsberg çalışmasında deneklere, önlerinde içi siyah ve beyaz toplar olan iki kutu olduğunu hayal etmelerini söylemiş. Her iki kutuda da 100’er top bulunmaktadır. Birinci kutuda

¹¹⁶ Peterson, a.g.e., s.72.

siyah ve beyaz topların sayıları bilinmemektedir ve beyaz/siyah oranı 99:1 olabileceği gibi 1:99 da olabilir. İkinci kutudaki siyah ve beyaz topların oranı yarı yarıyadır yani beyaz/siyah oranı 50:50'dir. Deneklere istenilen topun rengini çekmeleri dahilinde 100 \$ kazanacakları, aksi takdirde hiçbir şey kazanamayacakları söylenmiştir. Seçenekler şöyledir:¹¹⁷

1. Durum:

- a. Kutu 1'den bir top çekilir. Top, beyaz ise 100 \$, top siyahsa 0 \$ alır.
- b. Kutu 2'den bir top çekilir. Top, beyaz ise 100 \$, top siyahsa 0 \$ alır.

2. Durum:

- a. Kutu 1'den bir top çekilir. Top, beyaz ise 0 \$, top siyah ise 100 \$ alır.
- b. Kutu 2'den bir top çekilir. Top, beyaz ise 0 \$, top siyah ise 100 \$ alır.

Deneklerden hiçbirinin seçimiyle ilgili herhangi bir mantıklı açıklaması olmamasına rağmen her iki durumda da çoğunluk B seçeneklerini seçmişlerdir. İçinde hangi oranla top dağılımı olduğunu bilmedikleri kutudan seçim yapmak istememişlerdir. Ellsberg Paradoksu olarak tanımlanan bu davranış biçimi, belirsizliği azaltmak için insanların daha tanıdık gelen seçimleri tercih ettiklerini göstermektedir.

Finans piyasalarında da durum değişmemektedir. Yatırımcılar, bilgi sahibi oldukları piyasaları, bilgi sahibi olmadıkları piyasalara tercih ederler. Kendi şirketinin hisse senedini alan yatırımcı davranışı buna örnektir. İnsanlar kendi ulusal borsalarını kendilerine daha yakın, daha bildik ve daha güvenli bulduklarından, tercihlerini kendi ülkelerinin borsasından yana kullanmaktadırlar. Oysa uluslararası borsalarda bilmedikleri pek çok fırsat barınıyor olabilmektedirler. Belirsizlikten kaçınma, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmemelerine neden olacağı için, belki de pek çok fırsatı kaçırmalarına da sebep olabilmektedir. Belirsizlikten kaçınma, bireysel yatırımcıların olduğu kadar sürekli piyasaları takip eden uzman yatırımcıların da tercih ettiği bir eğilimdir.

2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık, insanların aldıkları kararların istemedikleri şekilde sonlanması sonucu duydukları üzüntüdür. İnsanlar, bazen yaptıkları bir şeyin sonucundan memnun kalmayarak pişman olurlar, bazen de yapmadıkları bir şeyin yarattığı yokluktan pişman olurlar. "Pişmanlık, farklı davranmış olsaydı, olağan bir durumunun daha iyi olabileceğini fark ettiğinde kişide oluşan bilişsel tabanlı bir

¹¹⁷ Pompian, a.g.e., p.130-131.

duygudur.”¹¹⁸ Bu nedenle insanlar, kendilerine gelebilmek için pişmanlık duyulan olayı geri alma isteği duyarlar.

Bu konuda pek çok araştırma yapılmış ve pişmanlıktan kaçınmanın iki tür davranışsal önyargı eğilimine neden olduğu ortaya konmuştur.

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi, en çok kazanan hisse senetlerinin erken satılması veya kaybeden hisse senetlerinin bir türlü satılmaması durumunu ortaya koyar. “Zarar eden hisse senedini satmak, kişinin hatalı olduğunu kabul etmesi ile eş anlamlıdır.”¹¹⁹ Bu duygu yatırımcı için oldukça zor bir durumdur ve yatırımcı kaybettiği hisse senedinin zarara uğradığını göre göre kâğıdın başlangıç seviyesine dönmesini bekler. Yatırımcı, kazanan hisse senedini erken evrede satarak da kayıplar yaşayabilmektedir. Hisse senedinin yükselişinin ne zaman duracağını kestiremeyen yatırımcı, hisse senedinin düşüşe geçip zarar etmesinden korkar ve hali hazırda az da olsa kazanmışken kazanan kâğıtları elden çıkararak pişmanlık duymaktan kaçınır.

Yatırımcılar, portföylerini oluştururlarken kimi zaman kendileri karar verirler, kimi zaman da bir yatırım danışmanından yardım alırlar. Yine burada kendi kararını kendi verip kaybeden yatırımcı ile yatırım danışmanından yardım alarak kaybeden yatırımcının duyduğu pişmanlığın verdiği acı aynı ölçüde olmamaktadır. Yapılan çalışmalar göstermiştir ki, bir yatırımcı, kendi kişisel kararları ile kazanç elde etmişse, bu durumdan aldığı haz, yatırım danışmanı yardımı ile aynı miktarda kazanmış başka bir yatırımcının aldığı hazdan fazla olacaktır. Aynı şekilde, bir yatırımcı, kendi kişisel kararları ile zarar etmişse, bu durumun yarattığı pişmanlık ve üzüntü, yatırım danışmanı yardımı ile aynı miktarda zarar eden başka bir yatırımcının duyduğu pişmanlıktan ve üzüntüden fazla olacaktır.

2.3.3. Hayal Kırıklığından Kaçınma

İnsanlar yaşamları boyunca pek çok alanda ve pek çok kez beklentiye girmektedirler. Beklenti umut etmektir ve insanlar, umut edilen ile yaşanan sonuçları kıyasladığında farklı duygular yaşamaktadır. Eğer alınan kararların sonuçları beklentinin üzerindeyse kişi mutluluk duyabilmektedir. Ancak alınan kararların sonuçları beklentiye karşılamıyorsa hayal kırıklığı yaşanabilmektedir.

¹¹⁸ Marcel Zeelenberg and Rik Pieters, “Consequences Of Regret Aversion In Real life: The Case Of The Dutch Postcode Lottery”, *Organizational Behavior And Human Decision Processes* 93, 2004, p.156.

¹¹⁹ Peterson, a.g.e., s.128.

“Hayal kırıklığı, beklentiler ile sonuçların eşleşmemesi sonucunda yaşanan psikolojik bir reaksiyondur.”¹²⁰ Beklentinin büyüklüğü ve beklentiye olan inanç ne kadar büyükse hayal kırıklığı da o kadar fazla hissedilir. David E. Bell (1985) çalışmasında, insanların yatırımlarındaki olumsuz sonuçlardan dolayı hayal kırıklığı yaşadıklarını ve yatırım kararlarını alırken hayal kırıklığına uğrama ihtimallerini de dikkate aldıklarını ortaya koymuştur.

“Graham Loomes ve Robert Sugden (1982), yapmış oldukları ‘Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty’ adlı çalışmalarında hayal kırıklığını; bir kararın getirisinin beklenenle uyuşmadığı durumda verilen tepki olarak tanımlamışlardır.”¹²¹

2.4. SOSYAL EĞİLİMLER

İnsan, sosyal bir varlıktır. İnsanlığın varoluşundan beri insanoğlu toplum içinde, kendini kabullendirmeye çalışmaktadır. İnsanlar, değer yargıları, dışlanma korkusu gibi nedenlerden dolayı tek bir birey olarak değil de ait oldukları grup ya da grupların ortak değer yargılarına uymayı seçerler. Çünkü toplumsallaşmak ve ait olmak insanlar için vazgeçilmez bir ihtiyaçtır.

İnsanlar, her türlü davranışlarını toplumsal normlara göre gösterirler. Bireyler toplumları etkilediği kadar, toplumlar da bireyi etkilemektedir. Yani karşılıklı etkileşim söz konusudur. Bu durum, finansal piyasalarda da aynıdır. “Finansal hareketler içerisinde yatırımcılar tesadüfi olmayan biçimde aynı finansal ürünlere yönelebilmekte, aynı yönde alma ve satma tutumu sergileyebilmektedir.”¹²² İnsanların sosyal eğilimleri göstermiş oldukları tutum ve davranışlarındaki benzerlikle ortaya konulabilmektedir.

2.4.1. Sürü Davranışı

Günümüzden yaklaşık 300 yıl kadar önce ünlü İskoç yazar ve şair, Charles MacKay tarafından kaleme alınan “Olağanüstü Kitlese Yanılığlar ve Kalabalıkların Çılgınlığı” adlı kitap, bize sürü davranışının ne kadar büyük boyutlara gelebileceğini anlatmaktadır. “Charles Mackay’a göre; insanlar, çok yerinde bir ifadeyle, sürü halinde düşünürler, sürü halinde çıldırırlar, ama akılları yavaş yavaş ve teker teker başlarına gelir.”¹²³ MacKay eserinde, tarihin önemli kitle davranışlarının finans

¹²⁰ David E. Bell, “Disappointment In Decision Making Under Uncertainty”, *Operations Research*, Vol.33, İssue.1, 1985, p.1.

¹²¹ Büyükaslan, a.g.t., s.119.

¹²² Büyükaslan, a.g.t., s.120.

¹²³ Peterson, a.g.e., s.304.

piyahasında nasıl etkili olduğunu, bazen güldürerek, bazen de düşündürerek anlatmıştır. Lale Çılgınlığı, Güney Denizi Balonu gibi.

“Sürü psikolojisi, bir grup yatırımcının aynı zaman diliminde aynı hisse senedini almaları veya satmalarıdır.”¹²⁴ Finansal piyasalarda yatırım fikirlerinin bulaşıcılığı sürü davranışı olarak tanımlanır. Aynı günlük hayatta yaşadığımız, moda uyma, ‘best seller’ olarak adlandırılan kitapları okuma ya da gişe filmlerini izleme gibi.

Eğer bir yatırımcı, yatırım kararını diğer yatırımcıların kararlarına bakarak alıyor ya da satıyorsa sürü davranışı sergiliyordur. Bu davranış şekli en çok küçük yatırımcılarda görülür. Çünkü piyasa bilgilerine ulaşmaları zor ve masraflı olduğundan çoğunluğun yaptığını taklit ederek ve trendi izleyerek yatırım tercihlerini yaparlar. Birbirine benzeyen her davranışa sürü davranışı diyemeyiz. Sürü davranışı diyebilmek için, yatırımcının yatırım kararını verirken diğer yatırımcıların kararları doğrultusunda değiştirmiş olması gerekmektedir. Sürü davranışı, özellikle finansal kriz yaşandığı dönemlerde yıkıcı etkileri nedeniyle dikkat çekmektedir.

İnsanlar “tüyo” denen gizli bilgilere uyma eğilimindedir. Çünkü tüyoya uymak, bir nevi sürü davranışıdır ve iyi bir araştırma yapmaya zamanı olmayanlar için vazgeçilmezdir. Genellikle tüyoyu veren kişi grubun lideridir ve onun tavsiyeleri yatırımcıların kararlarını şekillendirmektedir.

Sürü davranışı açıklarken iki temel yaklaşımdan söz edilir:

2.4.1.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı zamanı olmayan ya da analiz yapmanın kendisi için maliyetli olduğunu düşünen yatırımcı davranışıdır. Burada yatırımcı getirisi yüksek olan yatırımı tercih eden yatırımcıyı taklit etmektedir.

2.4.1.2. İrrasyonel Sürü Davranışı

İrrasyonel sürü davranışı bireysel bir psikolojik yaklaşımdır. Yatırımcı, bir gruba ait olmak, başarısızlıktan kaçınmak, çoğunluğa uymak, başarısız olursa bile bunu bir grubun başarısızlığı ile pekiştirip bireysel hatası olarak görmemek için yaptığı davranıştır.

¹²⁴ Tufan, a.g.e., s.68.

2.4.2. Bilgi Çağlayanı

Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch (1992), yaptıkları araştırmalarında, “Bilgi Çağlayanı; bir bireyin kendi kişisel bilgilerine bakmadan, önündeki kişilerin davranışlarını gözlemedikten sonra en uygun karar vermesiyle oluşur”¹²⁵ demektedir.

Yatırımcılar bazen kendi bilgilerini yeterli bulmayıp diğer yatırımcıların da bilgilerini kullanarak yatırımlarını yapmaktadırlar. Daha önce yapılan yatırımları göz önüne alarak yatırım yapan kişiler, kendi bilgilerini göz ardı etmekte ve geçmişte yapılan yatırımların doğru ve sağlıklı olduğunu düşünerek taklit etme yoluna gitmektedirler. Bu durum bilgi çağlayanı olarak adlandırılmakta ve piyasalarda dalgalanmalara neden olabilmektedir.

¹²⁵ Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer and Ivo Welch, “A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades”, *The Journal of Political Economy*, Vol.100, No.5, Oct. 1992, p.3.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI, BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM ARAÇLARI

3.1. YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI

Günümüzde insanlar, yarınlarını güvence altına almak için, pek çok yatırım alternatifinden bir veya birkaçını portföylerinde bulundurmaktadırlar. Ancak yatırım oldukça riskli bir iştir, çünkü zamana bağlıdır ve de zaman bilinmeyene doğru akmaktadır. Bu yüzden yatırım konusunu ve yatırım araçlarını çok iyi anlamak gerekmektedir.

3.1.1. Yatırım

“Yatırım kavramı, sahip olunan paranın değerini korumak ya da arttırmak amacıyla gelir getirici finansal varlıklarda değerlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır.”¹²⁶ Amaç her ne kadar kazanç elde etmek olsa da, getirinin gelecekte elde edilmesi ve geleceğin de belirsiz oluşu akıllara ‘nasıl doğru yatırım yaparım’ sorusunu getirmektedir. İyi bir yatırım için, önce doğru yatırım aracını belirlemek ve ardından yatırıma inanmak gerekmektedir.

“Yatırım, en geniş anlamıyla gelecekte muhtemelen belirsiz bir değer için şimdiki zamanda belli bir değerden fedakârlık yapılması olarak tanımlanabilir.”¹²⁷ Bu nedenle insanlar ve kuruluşlar, gelirlerinden bir kısmını tasarruf ederek gelecekte daha rahat tüketebilmek amacıyla özveride bulunmaktadır. Yatırım, zaman ile birlikte telaffuz edilen bir kavramdır. Bugün yapılan özverinin sonuçları gelecekte tahsil edilecektir. Bu yüzden yatırım sabır işidir.

“Ekonomistler yatırımı, sermaye malları stokuna belirli bir dönem için yapılan net ilaveler, üretim kapasitesi oluşturmak için yapılan harcamalar olarak tanımlarken işletme bilimi ise fonların yaratıldığı ve kullanıldığı varlıklar olarak tanımlamaktadır.”¹²⁸

Bazen yatırım yapmak için gerekli kaynak hali hazırda olmayabilir. Bu amaçla kaynak elde etmek için borç alınıp elde edilen getirilerle hem faizi ile birlikte borçlar

¹²⁶ Orçun, a.g.e., s.6.

¹²⁷ Yılmaz Bayar, Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2012, s.7, (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).

¹²⁸ Hamurcu, a.g.t., s.10.

ödenip hem de kar elde edilebilir. Yatırımcılar arasında bu durum tek sefer olabileceği gibi tekrarlanması da mümkündür.

Karar vermek bireylerin çeşitli alternatifler arasından tercih yapmasını gerektirir. Yatırım yalnızca para piyasalarında yapılan bir eylem değildir. “O halde, karar verme konusunun, matematik ve istatistikten ekonomi ve siyaset bilimi ile sosyoloji ve psikolojiye kadar birçok disiplinde paylaşılması şaşırtıcı değildir.”¹²⁹ Yaşamın her alanında pek çok karar almak zorunda olan insanlar, geleceğin belirsizliğinden dolayı risk almak zorunda kalmaktadırlar. Bu nedenle riskleri/belirsizliği olan tercihler bireylerin beklentilerini karşılayamayabilirler.

“Yatırımın zaman, getiri ve risk olmak üzere üç farklı bileşeni vardır.”¹³⁰ Yatırım için harcanan para, emek, düşünce, şu anda tüketilmekteyken, yatırımın getirisi risklerine rağmen gelecekte belli olacaktır. Bu yüzden yatırımı, risk alma karşılığında getiri elde etmek için harcanan emek olarak tanımlayabiliriz.

3.1.2. Yatırımcı

Yatırımcı, yatırımı yapan, denetleyen, sonuçlarını değerlendiren, kısacası yatırımın sahibi gerçek ya da tüzel kişilere denmektedir. Kendi kişisel tasarruflarını yatırıma dönüştürenler gerçek kişi yatırımcıları oluştururken, ellerindeki fon fazlalığını yatırıma dönüştüren özel sektör ya da kamu sektörü kurumlarına da tüzel kişi yatırımcılar denmektedir.

Yatırımcılar, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak iki grupta ele alınmaktadır. Ancak globalleşen dünya, yabancı yatırımcı kavramını da ele alma gerekliliğini doğurmuştur.

3.1.2.1. Bireysel Yatırımcı

Kendi kişisel tasarrufları ile yatırım yapan kişiler bireysel yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar kendi kişisel kararları ile yatırım yapabildikleri gibi yatırım danışmanlarından yardım alarak da yatırımlarını yapabilmektedirler. Bireysel yatırımcılar ile ilgili detaylı bilgi ilerleyen sayfalarda anlatılacaktır.

3.1.2.2. Kurumsal Yatırımcı

Kurumsal yatırımcılar, yatırım işini profesyonelce yapan ve başka kişilerin ya da kurumların paralarını yöneten, uzmanlaşmış finansal kuruluşlardır. Bu kuruluşlar genel olarak, sosyal güvenlik kurumları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve portföy

¹²⁹ Kahneman and Tversky, “Choices, Values and Frames”, *a.g.m.*, p.341.

¹³⁰ Hamurcu, *a.g.t.*, s.11.

yönetim şirketleridir. Finans piyasalarının hesap bakiyesi bazında en büyük ve en etkili grubunu oluştururlar.

Tasarruflarını finansal piyasalarda değerlendirmek isteyen ancak bunun için yeterli bilgi, zaman, deneyime sahip olmayan yatırımcılar, kurumsal yatırımcıları tercih etmektedirler. Ayrıca tek başına yeterli fona sahip olmayan yatırımcı portföy çeşitlendirmesine gidememekte, ancak kurumsal yatırımcılardan faydalanarak bu durumu avantaja çevirebilmektedirler.

“Kurumsal yatırımcılar, diğer insanların parasını yönetmek üzere ödeme yapılan yatırım uzmanlarıdır.”¹³¹ Bu özelliği nedeniyle profesyonel insanlardan oluşan tüzel kişiliklerdir de diyebiliriz. Bu nedenle, tecrübe, bilgi, teknik donanım ve piyasaya ulaşım imkânları ve yöntemleri de daha gelişmiştir.

Her ne kadar bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılar prensipte birbirlerine benziyor olsa da, kurumsal yatırımcılar pek çok kişi ya da kurumlar adına işlem yaptıkları için işlem hacimleri daha büyüktür ve yatırımları daha uzun vadeli. “Yatırım konusunda ideal olan, bireysel yatırımcının kendi başına ve doğrudan yatırım yapması değil, bir kolektif yatırımcı üzerinden yatırım yapmasıdır.”¹³²

“Kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisine sağladıkları katkıları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.”¹³³

- **Ekonomik büyümenin hızlandırılması:** Etkin bir piyasanın varlığından söz edebilmek için ekonomideki tasarruf seviyesinin artırılması ve bu tasarrufların kazançlı yatırımlara dönüştürülerek kaynak sorununun çözülmesi gerekmektedir. Bu sebeple borsalar, kurumsal tasarruflara hareket ve canlılık kazandırmaktadır. Böyle bir piyasada, bu ihtiyacı menkul kıymetler borsaları karşılamaktadır. Borsa, hem devletin, hem de özel sektörün, borçlanarak bütçe açığını kapatmak ve de hisse senedi çıkararak şirketlerine ortak olacak yeni kişi ve kurumları aynı paydada buluşturan yerdir.
- **Tasarruf sahiplerinin birikimlerini şeffaf ve güvenli bir ortamda değerlendirmelerine olanak sağlaması:** Kurumsal yatırımcılar portföylerinde meydana gelen değişiklikleri belirli aralıklarla müşterilerine duyurarak güvenilir ve şeffaf bir pazar oluşmasını sağlamaktadırlar.

¹³¹ Bayar, a.g.t., s.11.

¹³² Sancak, a.g.e., s.63.

¹³³ Hayrettin Usul ve Turan Kocabıyık, “Kurumsal Yatırımcıların Hisse Senedi Seçiminde Gözönünde Bulundurduğu Etmenlerin Faktör Analiziyle İncelenmesi: Türkiye Örneği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Isparta, 2010, c.15, s.3, ss.63-78, s.65-66.

- **Sermayenin tabana yayılması:** Kurumsal yatırım şirketleri, yeterince bilgi sahibi olmayan küçük tasarruf sahiplerini piyasalar hakkında bilgilendirerek, küçük yatırımlarla bile sisteme dâhil olmalarını sağlayarak menkul kıymetlerin tabana yayılmasını sağlarlar.
- **Kayıt dışı ekonominin azaltılması:** Borsa kotuna alınacak menkul kıymetlerin belli yasal koşulları taşıması gerekir ki, böylece borsada işlem görebilsin. Bu menkulleri çıkartan şirketlerin bu koşulları taşıyıp taşımadığına Borsa Yönetim Kurulu karar verir. Borsa Yönetim Kurulu, bu şirketleri gözetler, denetler ve yatırımcıları korumak için şirket ile ilgili bilgileri kamuyla paylaşır.
- **Uzun vadeli yatırım ve fonlama imkânlarının artırılması:** Şirketler pazarlamada yaşanan zorluklardan dolayı uzun vadeli araçlar ihraç etmekte zorlanırlar. Bu durum, uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin olması gerekenden daha yüksek olmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasa etkin çalışıyorsa bu kısıt ve ek maliyetler ortadan kalkar.
- **Ekonominin risklerinin ve kırılganlığının azalması:** Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara oranla yatırım planlarını daha uzun vadeli yapmaktadırlar. Bu da menkul kıymet borsalarında volatilitiyi azaltarak piyasaları kırılganlıktan kurtarır ve fiyat hareketlerindeki dalgalanmayı azaltır. Böylelikle geleceğe dair öngörüler daha tutarlı hale gelir.

3.1.2.3. Yabancı Yatırımcı

“Ekonomik sistemleri farklı olmakla birlikte hemen hemen birçok ülke kalkınmalarını hızlandırmak, refahı yükseltmek, ileri teknoloji ve yatırım tecrübelerini değerlendirmek amacıyla yabancı sermayeden faydalanma yoluna başvurmuştur.”¹³⁴ Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınma için gerekli olan sermaye yetersizliği sorunu yabancı yatırımlarla çözümlenmektedir.

“Yabancı sermaye, gittiği ülkede üretimin artmasına, yeni teknoloji ve yönetim bilgisinin gelmesine, rekabeti geliştirerek ülke ekonomisinin dinamizm kazanmasına, portföy çeşitlendirmesine, döviz girişinin sağlanmasına, ihracatın artmasına ve finansal piyasaların entegrasyonunu sağlayarak bu piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaktadır.”¹³⁵ Bu konuda yapılan çalışmalar yabancı yatırımların ülke ekonomisine hem yararlı hem de zararlı etkilerinden bahsetmektedirler. Yabancı

¹³⁴ Muhsin Kar ve Fatma Tatlısöz, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, *KMU İİBF Dergisi*, Kahramanmaraş, Yıl:10 Sayı:14 Aralık/2008, s.19.

¹³⁵ Abdullah Takım, “Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, *Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı.1, 2016, ss.39-60, s.40.

yatırımların, yatırım yapılan ülkelerde üretimin artması, yeni teknolojik bilgilerin edinimi, ihracatın artarak finans piyasalarını hareketlendirmesi, rekabeti artırarak piyasalara dinamizm getirmesi ve döviz girişini sağlaması gibi olumlu etkileri vardır. Bunun yanı sıra, yerli firmalara karşı haksız rekabetinin olması, teknolojik bağımlılık, yabancı sermaye girişinin denetiminde yabancıların etkisinin olması ve ekonomik bütünlüğün bozulma ihtimali gibi olumsuz etkileri de mevcuttur.

3.2. BİREYSEL YATIRIMCILAR

“Bireysel yatırımcılar, genel olarak kendi nam ve hesaplarına işlem yapan göreceli olarak küçük çapta işlem yapan yatırımcılardır.”¹³⁶ Bireysel yatırımcılar kendi kişisel kararları ile yatırım yapabildikleri gibi yatırım danışmanlarından yardım alarak da yatırımlarını yapabilmektedirler. Yatırım yapma düşüncesinde olup nasıl yatırım yapacağını bilemeyen kişiler yatırım danışmanlarından yardım alabilmektedirler. Her ne kadar kişilerin yatırımlarını danışmanların yürüttüğü düşünülse de nihai kararları yatırımcılar kendileri vermektedirler.

Bireysel yatırımcılar, yatırım işine öncelikle bir hobi olarak başlayıp daha sonra da profesyonel bir destek almadan ya da danışman desteğiyle kendi yatırımlarını yöneten kişilerdir. Bireysel yatırımcılar, her ne kadar finans piyasasının büyük kısmını teşkil etse de, hesap bakiyesi olarak küçük bir kısmını oluşturmaktadırlar. “Bireysel yatırımcılar ister uzun vadeli düşünen yatırımcılar ister konuya kısa vadeli yaklaşan, al-sat mantığı ile hareket eden yatırımcı olsun, sermaye piyasasının vazgeçilmez unsurlarıdır.”¹³⁷ Bireysel yatırımcıların ilgileri ve tercihleri, yerli ya da yabancı diğer bireysel ve kurumsal yatırımcıların piyasaya dâhil olmalarını sağlayarak piyasanın derinliğinin artmasına yol açmaktadır.

Bireysel yatırımcıların yatırım algısı, ekonomi dilinde her zaman aynı anlama gelmemektedir. Pek çok kişi yatırımı, tasarruflarla gelir elde edilecek kaynak edinilmesi olarak tanımlamaktadır. Örneğin, parasını banka mevduatına yatıran bir kişi ya da tasarrufu ile döviz, hisse senedi ya da altın alan bir kişi yatırım yaptığını düşünebilir. Çünkü gelir getiren her şey kişilerde yatırım düşüncesini oluşturmaktadır.

Ekonomi biliminde yatırım, bir dönemde elde edilen getirinin belirli bir kısmının tüketilmeyerek, gelecek dönemlerde tekrar kazanç elde etmek için üretimde değerlendirilmesidir. Örneğin başkalarının tasarruf edip bankaya yatırdığı

¹³⁶ Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, 4. Baskı, Ankara, 2013, s.719.

¹³⁷ Barak, a.g.e., s.31.

mevduatları kendi işletmesinde kullanmak için kredi kullanan bir kişi, işletmesine yeni bir üretim bandı ekleyerek yatırım yapmış olur. Böylelikle üretimi artırarak kazancını da arttırmış olacaktır. Hatta üretim bandı eklemeyip mevcut bantların onarımını/bakımını yaptırmış dahi olsa, bu durum ilerleyen dönemlerde üretimin artmasına neden olacağından yine yatırım yapmış kabul edilir.

3.2.1. Bireysel Yatırımcıların Özellikleri

Bireysel yatırımcılar, sermaye piyasalarının temel direğidir. Şöyle ki; bireysel yatırımcıların ilgi duymadığı bir piyasada canlılık gözetilemez ve diğer yatırımcılar için de verimlilikten söz edilemez. Bireysel yatırımcıların ilgilendiği sermaye araçları, yerli ya da yabancı yatırımcıların ilgilerini artırır. Bu durum da daha fazla yatırımcı için ilgi odağı oluşturur. Böylelikle, ister uzun vadeli düşünen yatırımcılar, ister kısa vadeli düşünen yatırımcılar, isterse de al-sat modelini uygulayan yatırımcılar olsun, sermaye piyasaları bireysel yatırımcılar ile canlılık kazanır.

“Tasarruf sahipleri yatırımlarını iki amaç doğrultusunda yönlendirirler:”¹³⁸

- Yatırımların zaman içinde değer kaybı yaşamadan nakde dönüştürülebilmesi.
- Yatırımla sürekli ve yeterli miktarda gelir elde edilmesi.

Bireysel yatırımcıların risk ve getiriye yönelik düşünceleri, pazarı algılayış şekilleri, kurumsal yatırımcılar kadar profesyonelce değildir. Onların yatırım kararlarını demografik özellikleri ve psikolojileri şekillendirir.

3.2.1.1. Bireysel Yatırımcıların Demografik Yapısı

Bireysel yatırımcıların demografik yapıları, yatırımcıların özelliklerini etkileyen önemli bir unsurdur. Özellikle yatırımcı yaşı, yatırımcıların risk ve getiriyi nasıl değerlendirdiği konusunda önemli değerlendirme aracıdır.

İnsanların hayatlarında, biriktirme, serveti sağlama alma, harcama ve ödül dönemi olmak üzere dört bölüm vardır:¹³⁹

- **Biriktirme Dönemi:** İnsanların genellikle gençlik dönemini kapsayan ve temel ihtiyaçlar olan ev, araba, çocukların eğitimi vb. ihtiyaçların düşünüldüğü dönemdir. Genellikle uzun bir yatırım süreci düşünüldüğünden, yatırımlar genellikle risklidir.

¹³⁸ Hayrettin Usul, vd., “Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Kayseri, Sayı: 19, Temmuz-Aralık 2002 ss. 135-150, s.135-136.

¹³⁹ Barak, a.g.e., s.31-32.

- **Servetini Sağlama Alma Dönemi:** Genellikle kariyerde doyuma ulaşılan döneme denk gelir. İnsanların kazançları giderlerinden bir hayli fazladır. Portföyleri büyüme yönünde olduğundan riskli yatırımlardan çekinmezler, ancak yine de portföylerinin bir kısmını daha düşük riskli yatırımlardan oluştururlar.
- **Harcama Dönemi:** İnsanların genellikle emeklilik dönemlerine denk gelen bu dönemde insanlar kendileri için yeterli bir servetin sahibi olduklarından ve uzun bir süreleri olmadığını düşündüklerinden az riskli yatırımları tercih ederler. Genellikle enflasyon karşısında servetlerini eritmeyecek yatırımları tercih ederler.
- **Ödül Dönemi:** İnsanlar bu dönemde sahip oldukları ile yetinmeleri gerektiğine inanırlar. Genel olarak çocuklarını destekleyecek ve onlara itibar sağlayacak yatırımları tercih ederler. Bazen de, ikna edilebildikleri takdirde riskli yatırımlara da girebilirler.

3.2.1.2. Bireysel Yatırımcıların Psikolojik Yapısı

“Psikoloji, insan davranışları ve zihinsel süreçleri ile birlikte bunların altında yatan nedenleri inceleyen ve araştıran bilim dalıdır.”¹⁴⁰ Psikoloji, özellikle insanın finansal kararlarındaki etkisini incelemek ve insanı anlamak bakımından oldukça önem arzemiştir. Çünkü insanların yatırım kararlarını duyguları şekillendirmektedir. Hatta davranışsal finans ile ilgili araştırmalara öncelik edenler finansçılar değil psikologlar olmuşlardır (Kahneman, Tversky, Slovic, vb.).

Psikografi, yetenek, başarı ve kişisel nitelikler gibi ölçülebilen ruhsal özelliklerin çizgisel olarak belirtilmesidir.

Bireysel yatırımcıların psikolojik yapıları ile ilgili bilimsel çalışmalar ve modeller mevcuttur. Bu konu ile ilgili iki modelden bahsedilmektedir.

3.2.1.2.1. Bernewall'in İkili Modeli

“MacGruder Bernewall, onüç yılı kapsayan araştırması ile pasif ve aktif yatırımcıları gruplayarak tanımlayan bir model kurmuştur.”¹⁴¹

¹⁴⁰ <http://www.hurriyet.com.tr/haberleri/psikoloji>, (Erişim tarihi: 18.03.2018).

¹⁴¹ Karan, a.g.e., s.733.

Aktif ve pasif yatırımcıları özellikleri itibariyle şu şekilde açıklayabiliriz:

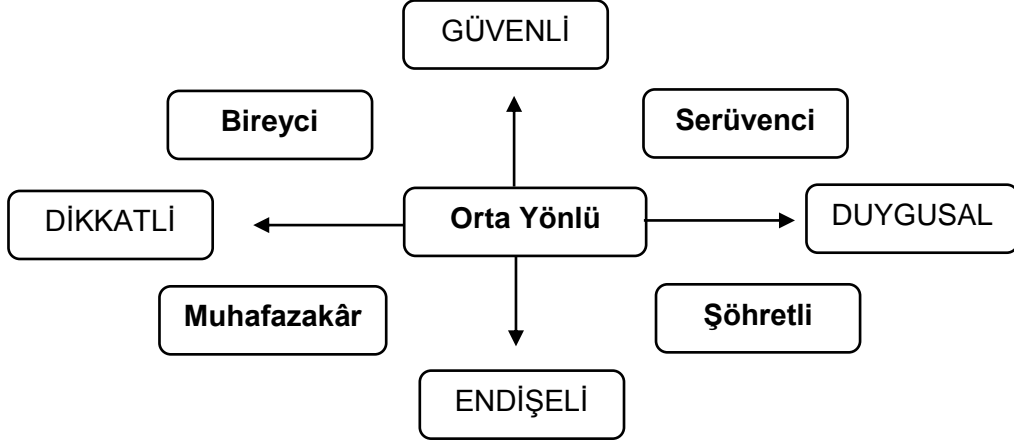
Aktif Yatırımcılar

Pasif Yatırımcılar

Kendi servetini kendi kazanan	Miras yolu ile servet edinen ya da başkasının sermayesini kullanarak veya kendi sermayesini riske etmeden servet sahibi olan
Kendilerine güvenleri yüksek	Kendilerine güvenleri düşük
Yatırımlarındaki risk toleransları emniyet ihtiyaçlarının üzerindedir	Yatırımlarındaki emniyet ihtiyaçları risk toleransının üzerindedir
<ul style="list-style-type: none">• Kendi işlerini kurup büyüten iş adamları• Cerrahlar• Avukatlar• Mali müşavirler	<ul style="list-style-type: none">• Bir gruba bağlı yatırımcılar• Büyük firmaların yöneticileri• Miras yoluyla servet edinenler• Bankerler• Politikacılar• Gazeteciler
Kendi bilgilerine çok güvendiklerinden danışmanlarına yetki devri yapmazlar	Yatırım danışmanlarına güvenme eğilimde olduklarından yönetilmeye uygundurlar
Büyük risk almayı severler	Riskten kaçınan yatırımcılardır
Portföylerinde çeşitlendirmeye gitmezler	Çeşitlendirilmiş portföyleri tercih ederler

3.2.1.2.2. Bailard, Biehl ve Kaiser'in Beşli Modeli

Thomas Bailard, David Biehl ve Ronald Kaiser (BB&K), yatırımcı kişiliklerini iki eksen boyunca sınıflandırmışlardır: Dikey eksen güven seviyesini gösterirken yatay eksen eylem yöntemini göstermektedir. Bu iki eksen arasındaki kişilik özellikleri ile beş farklı yatırımcı kişiliği tanımlamışlardır.



Şekil 3: BB&K Modelinin Grafikselsel Temsilii¹⁴²

Yukarıdaki şekle göre BB&K, beş farklı yatırımcı kişiliğini tarif etmektedirler. Bunlar; bireyci, serüvenci, muhafazakâr, şöhretli ve orta yönlüdür.

- **Bireyci yatırımcılar**, kendi işine sahip, küçük işletme sahipleri, mimar, avukat gibi bir kurum ya da işletmeden bağımsız profesyonellerdir. Bu yatırımcılar her türlü kararlarını kendileri verirler. Analitik düşünebilen, dikkatli kişilerdir. Ne istediklerini bilirler ve acele karar vermezler. Yatırım danışmanlarının en çok tercih ettiği yatırımcı tipidir. Kendi araştırmalarını kendileri yaparlar ve riski sevmezler. Çalıştıkları sürece uzman görüşü alırlar, ancak emekli olduklarında kendi portföylerini kendileri yönetmek isterler.
- **Serüvenci yatırımcılar**, kendilerine aşırı düzeyde güvenirlere ve bir yatırım aracına tüm servetlerini yatırabilirler. Aynı zamanda duygusaldırlar. Girişimci ruha sahiptirler ve ne istediklerini bilirler. Risk almayı severler ve portföy çeşitlendirmek onlar için oldukça sıkıcıdır. Uzman yardımı alsalar da zaman zaman aynı uzmandan sıkılırlar ve onlar için iyi bir çıkış yaptıracak uzman değişikliği yolunu seçerler.
- **Muhafazakâr yatırımcılar**, belirli bir yaşın üzerindeki yatırımcılardır. Emekliler ve yaşlı kişilerden oluşurlar. Yatırımlarını genellikle varlıklarını korumaya yönelik seçerler. Çünkü kısa bir döneme sahip olduklarını düşünürler. Yatırım danışmanlarını çok dikkatli seçerler ve eğer güven ortamı oluşmuşsa yıllarca aynı kişiyle çalışabilirler. Risk almaktan ve serüvenden hoşlanmazlar. En çok yatırım aracı olarak devlet kâğıtlarını tercih ederler.

¹⁴² T.C. Thomas and G. Rajendran, "BB&K Five-Way Model and Investment Behavior of Individual Investors: Evidence from India", *Int. Journal of Economics and Management* 6(1), India, 2012, pp.115 -127, p.117.

- **Şöhretli yatırımcılar**, yatırım danışmanları için en zor grubu oluştururlar. Bu gruptaki kişiler, eylemin dışında kalmayı sevmeyen, eylemi yerinde seven kişilerdir. Piyasalardaki son gelişmeyi takip ederler ve moda olan yatırım araçlarını kullanırlar. Riski sevmedikleri gibi yatırım konusunda bir fikre sahip de değildirler. Doktorlar, sanatçılar, sporcular bu gruptadırlar.
- **Orta yönlü yatırımcılar**, dengeli bir kişiliğe sahiptirler. Bu grupların hiç birine dâhil olmadıkları gibi her grubun aşırıya kaçmayan bazı özelliklerini taşırlar. Risk algıları da orta düzeydedir.

3.2.2. Bireysel Yatırımcılarda Risk Algısı

Her ne kadar Türk Dil Kurumu riski “bir zarara uğrama tehlikesi”¹⁴³ olarak tanımlasa da, “finansal yatırımlar açısından risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı”¹⁴⁴ olarak ifade edilmektedir.

“Algılanan risk en iyi şekliyle, modern yaşamın risklerinin doğası ve ciddiyeti hakkında güçlü ve çelişkili görüşlere sahip bir savaş alanı olarak nitelendirilebilir.”¹⁴⁵ Her ne kadar rasyonel yatırımcı için risk algısı sabit gibi görünse de, aslında bireysel yatırımcının risk algısı tamamen farklılıklar içermektedir. Bunun yanı sıra bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcıların risk algısı konusunda ayrıştıkları bazı noktalar mevcuttur.

- “Kurumsal yatırımcı açısından risk, getirilerin standart sapması olarak değerlendirilirken, bireysel yatırımcı riski para kaybetmek ya da rahatsız edici bir şey yapmak olarak tanımlamaktadır.”¹⁴⁶ Bireysel yatırımcılar genellikle riski para kaybettikten sonra farkedebilirler.
- Bireysel yatırımcıların genellikle bilmedikleri bir yatırım aracından korkarlar. Her ne kadar yatırım danışmanından destek alsalar da, yatırım yapmaktan çekinirler.
- Bireysel yatırımcılar genellikle daha önceden zarar ettikleri bir yatırım aracına tekrar yatırım yapmak istemezler.
- Bireysel yatırımcılar için toplumun en çok yatırım yaptığı yatırım araçları daha güvenlidir ve bu şekilde risklerini azalttıklarını düşünürler.

¹⁴³http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5ab6e63e7c9f97.99267910, (Erişim tarihi: 25.03.2018).

¹⁴⁴ Adem Anbar ve Melek Eker, “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Zonguldak, Cilt.5, Sayı.9, 2009, ss.129-150, s.130.

¹⁴⁵ Paul Slovic, *Fundamentals of Risk Analysis and Risk Management*, Ed. Vlasta Molak, CRC Press, Inc., Ohio/USA, 1997, p.261.

¹⁴⁶ Karan, a.g.e., s.732.

- Bireysel yatırımcılar, daha önceden yatırım yaptıkları bir yatırım aracı iyi kazanç sağladıysa, aynı yatırım aracına yatırım yaparak tekrar iyi kazanç elde edeceklerini düşünürler.

Yatırımcılar risk algısı bakımından üç grupta incelenmektedir. Bunlar; riskli seven yatırımcılar, riske karşı kayıtsız yatırımcılar ve riskten kaçan yatırımcılar.

3.2.2.1. Riskli Seven Yatırımcılar

Riskli seven yatırımcılar, ancak yüksek risk alındığında yüksek getiri elde edileceğine inanırlar. Risk ne kadar yüksek olursa kazancın da o kadar yüksek olduğunu umarlar. Özellikle öfkeli ve mutlu insanlar, geleceğe dair pozitif beklenti içinde oldukları için risk alma konusunda daha cesurlardır. “Kızgın insanlar bir vefasızlığın doğası konusunda daha keskin duygular hissediyorlar, sonuçları daha fazla kontrol edebildiklerini düşünüyorlar ve bu olayı başkalarının tahrik ettiğini düşünüp sorumluluğun onlarda olduğunu hissediyorlar.”¹⁴⁷ Bu nedenle kontrolün kendi elinde olduğunu düşünenler risk almaya daha yatkınlardır.

3.2.2.2. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar

Riske karşı kayıtsız yatırımcılar için risk önemli değildir ve hangi yatırımın seçileceğinin bir önemi yoktur. Risk ve getiri arasında kayıtsız kalan bu yatırımcılar, risk ile kazanç paralel hareket ettiği takdirde risk alabilirler.

3.2.2.3. Riskten Kaçan Yatırımcılar

Riskten kaçan yatırımcılar, yatırım yaparlarken az riskli yatırımları tercih ederler. Bu yüzden kazançları belli olan yatırımlar arasında daha az riskli olanı seçerler. “Finansal yatırım araçlarının tercih edilmesi açısından riskten kaçınma, belirli gelecek tüketimi tercih eden kişinin zarar olasılığını azaltmak için daha düşük beklenen getiri oranlarını kabul etmesidir.”¹⁴⁸

Korkan insanlar risk almada en zorlanan kişilerdir. “Risk almada belirleyici unsur, denetim algısıdır.”¹⁴⁹ Kendine güvenmelerini engelleyen korku hissi yatırımcıların denetimin kendi ellerinde olmadığı duygusunu uyandırarak ve risk almalarını engellemektedir.

¹⁴⁷ Peterson, *a.g.e.*, s.133.

¹⁴⁸ Anbar, Eker, *a.g.m.*, s.132.

¹⁴⁹ Peterson, *a.g.e.*, s.133.

Riski sevmeyen yatırımcılar, vadeli mevduatlar, hazine bonusu ya da devlet tahvilleri gibi risk içermeyen yatırım araçlarını tercih etmektedirler. Borsa ya da yüksek risk içeren diğer yatırım araçları bu tip yatırımcılar için uygun olmamaktadır.

3.3. YATIRIM ARAÇLARI

İnsanlar, yaşam kalitelerini arttırmak, gelecekte daha konforlu yaşamak, mevcut sermayelerini korumak, hatta sermayelerine yenilerini eklemek amacıyla yatırım yapmaktadırlar. Bunun için öncelikle bugünkü kazanılan paranın bir kısmını yatırım amacıyla bir kenara ayırmak ve sonra da kişiye uygun yatırım aracını seçmek gerekmektedir.

Yatırımcıların yapmış oldukları yatırımlar pek çok değişkene göre çeşitlilik arz etmektedir. Bunlar, demografik özellikler olduğu gibi kişisel, bilişsel, duygusal, çevresel ve finansal nedenler olabilmektedir.

3.3.1. Yerli Para Mevduatı

Mevduat, Arapça kökenli bir kelime olup “belli bir süre sonunda veya istenildiğinde çekilmek üzere bankalara faizle yatırılan para, tevdiat”¹⁵⁰ anlamını taşımaktadır. Gerçek ya da tüzel kişiler, kazançlarının bir kısmının kullanım hakkından vazgeçerek banka ya da diğer finansal kurumlara yatırmaktadırlar.

Para mevduatları yerli ya da yabancı para üzerinden olabilmektedir. Ayrıca Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), mevduat hesaplarını vadesiz mevduat, ihbarlı mevduat, vadeli mevduat ve birikimli mevduat olmak üzere dört gruba ayırmıştır.

“Vadesiz mevduat, bankanın izni aranmaksızın hesap sahibi tarafından istenildiği zaman kısmen veya tamamen çekilebilen, herhangi bir ihbar veya vade koşulu taşımayan ve faiz tahakkukları yılsonunda veya hesabın kapatılmasında yapılan mevduattır.”¹⁵¹ Vadesiz mevduat hesaplarında kar elde etme söz konusu değildir. Genellikle şirketler günlük para akışını bu hesap üzerinden yapmaktadırlar. Bununla birlikte mevduat sahibi kişiler vadesiz mevduat hesaplarını çek hesabı olarak da kullanabilmektedirler.

İhbarlı mevduat, paranın çekileceği tarihten 7 gün önce yazılı bir ihbarla bildirmek kaydıyla paranın çekilebildiği mevduat hesaplarıdır.

¹⁵⁰http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5acba87d0d7e67.58293013, (Erişim tarihi: 09.04.2018).

¹⁵¹ Mevduat ve Katılım Fonlarının Vadeleri ve Türleri Hakkında Tebliğ, Sayı:2007/1, *Resmî Gazete*, 23.07.2015, s.1.

Vadeli mevduat hesapları, 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl ve 1 yıldan daha uzun dönemleri kapsayan, bu belirlenen dönemlerin sonunda sahibine faiz getirisi bulunan hesaplardır. Yatırımcılar için en risksiz yatırım araçlarından biridir. Faiz kazancının ne kadar olacağı önceden belirlendiği için hesap sahipleri ne kadar kazanç elde edeceklerini bilmektedirler. Burada faiz oranını belirleyen unsur, yatırılan paranın miktarı ve yatırıldığı dönemin uzunluğudur. Bu, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında düzenlenen sözleşmelerle belirlenmektedir. Son yıllarda bankalar arası rekabetin artması, vadeyi bozmadan da paranın çekilebildiği birtakım opsiyonları sağlamıştır.

Birikimli mevduatta ise en az 3 aylık vade açılmakta ve önceden sözleşmede belirlenen dönemlerde hesaba tekrar para yatırılmaktadır.

Bunların yanı sıra, faizsiz de kazanç elde edilebilen bankacılık sistemi mevcuttur. Bu bankalara Katılım Bankacılığı denilmektedir. Katılım Bankalarına yatırılan para, faiz getirisi ile kazanca dönüşmeyip, kar ortaklığı ile kazanca dönüşmektedir. Bu bankacılık sistemini İslami çerçevede yatırım yapmak isteyenler kullanmaktadırlar.

3.3.2. Döviz Mevduatı

“Ülkelerarası ödemelerde kullanılabilen para, çek ve poliçe gibi her türlü ödeme aracı”¹⁵² döviz olarak adlandırılır. Döviz mevduatı ise, döviz birikimleri ile kazanç elde etmek isteyen yatırımcıların hem döviz üzerinden hem de faiz üzerinden kazanç elde ettikleri mevduat hesaplarıdır. Burada faizi belirleyen etkenler, yatırılan paranın miktarı, vade ve o dönemdeki piyasa koşulları olabildiği gibi bankaların içinde bulunduğu koşullar da oluşturmaktadır.

Dolar, Euro, Sterlin, İsviçre Frangı, Japon Yeni, Suudi Arabistan Riyali, Norveç Kronu, Danimarka Kronu ve Ruble gibi çok değişik döviz mevduatları bulunsa da, ülkemizde en çok kabul gören yatırım aracı Dolar ve Euro’dur.

3.3.3. Hisse Senedi

“Anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, şirket sermayesine katılımı temsil eden ve yasal şekil şartlarına uygun olarak çıkarılan kıymetli evraktır.”¹⁵³ Hisse senedi almak, hissedeki pay oranı kadar o şirkete ortak olmaktır. Şirket var olduğu

¹⁵²http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5acbba62450ab1.69783093, (Erişim tarihi: 09.04.2018).

¹⁵³ <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/hisse-senedi.aspx>, (Erişim tarihi: 10.04.2018).

sürece hisse senetleri de var olmaya devam eder. Hisse senedi getirisi sabit değildir ve hisse senedinin sahibine getirisine temettü denir.

Her şirket hisse senedi çıkaramaz. Hisse senedi çıkarabilmek için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) izin almak şarttır. Hisse senedi çıkarabilen kurumlar, anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulmuş kurumlardır.

Halka arz edilen senetler, borsada alınıp satılan hisse senetleridir. Böylelikle borsanın da tanıdığı hisse senetleri alınıp satılabilir ve buradan kendine kaynak sağlayan şirketler büyüyüp gelişebilir.

Hisse senedi sahiplerinin bazı hakları vardır. Bunlar; temettü hakkı (kar payı hakkı), rüçhan hakkı (şirketin sermaye artırımına gitmesi sonucu hisse senedi sahibine pay vermesi), yönetime katılma ve oy kullanma hakkı, bilgi alma hakkı ve sır saklama sorumluluğudur.

“Pay senetlerinin; şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, bu tarihteki sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, bunun tescilli tarihini, senedin türünü ve itibarı değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır. Kapalı şirketlerde baskı şeklinde imzanın delikli olması veya sahtekârlığı engelleyici diğer güvenlik önlemlerinin uygulanması gerekir.”¹⁵⁴

Hisse senetleri getirisi çok iyi yatırım araçlarıdır. Ancak hisse senetleri karmaşık bir yapıya sahip olduğu gibi getiri konusunda belirsizlikler içermektedir. Bu nedenle her yatırımcının tercih edebileceği bir yatırım aracı değildir.

3.3.4. Tahvil

“Tahvil, devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir.”¹⁵⁵ Tahviller, halka arz edilerek ya da arz edilmeden satılabildiği gibi yurt dışına da ihraç edilebilirler. Tahvil satışı eğer halka arz edilmeden yapılıyorsa tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcıya satış söz konusudur.

“Daha geniş bir tanımlamayla, tahviller, kamu kuruluşlar veya şirketlerin, halka borçlanarak sağlayacakları fonlar için seri halinde çıkardıkları, eşit kıymete ve aynı

¹⁵⁴ Türk Ticaret Kanunu, Madde:487, **Resmî Gazete**, S.27846, 14.02.2011, s.11089.

¹⁵⁵ T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları**, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016, s.4.

ibareli, kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen borç senetleridir.”¹⁵⁶ Tahvilin vadesi, son faiz ile anaparanın ödeneceği tarihtir ve 1 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir.

Tahvil sahibi olmadan önce bilinmesi gereken bazı tanımlar mevcuttur. Bunlar:

- **Nominal değer:** Tahvil ya da bononun vadesi geldiğinde, sahibine kazandıracığı para miktarıdır.
- **Kupon oranı:** Tahvil sahibinin alacak olduğu, nominal değer üzerinden yüzde olarak hesaplanan faiz miktarıdır.
- **Vade:** Son faizin ve anaparanın ödendiği ve 1 yıldan az olmamak kaydıyla serbestçe belirlenen, tahvil sahibi ve şirket arasında düzenlenen süredir.
- **İtfa:** Borçlunun, borcu bir defada ya da önceden belirlenen dönemlerde ödemesi ile anlaşmanın sona ermesidir.

Tahvil sahibi, şirket için yalnızca uzun vadeli alacaklıdır ve şirket yönetiminde yer almaz. Vade sonunda tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki bağ biter. Tahvil sahibi, şirketin kar ya da zararına ortak değildir ve vadesi geldiğinde anapara ve faizini almaktadır. Şirketin aktifi üzerinde, yalnızca alacak hakkı olan tahvil sahibi yönetimde bulunmadığından, şirket karından ilk olarak tahvil sahiplerinin faizleri ödenir, daha sonra pay sahiplerinin ödemeleri yapılır.

“Tahvillerin getirilerini etkileyen en önemli unsurlar, likiditesi ve sahip oldukları risktir.”¹⁵⁷ Bu nedenle şirket tahvillerinde, şirketin iflası ya da faiz ve anapara ödemelerinde temerrüde düşme ihtimalinden dolayı devlet tahvillerine oranla getirileri daha yüksektir. Tahvillerin değeri faiz oranlarındaki değişikliklerden ters oranla etkilenmektedirler. Şöyle ki, faiz oranları düştüğünde tahvillerin değeri artarken, faiz oranları yükseldiğinde tahvillerin değeri düşmektedir. Özetle tahvil sahibi sabit bir geliri elde ettiğinden, faizler düştüğünde değeri artan tahvil, sahibine daha çok kazandıracaktır. Yine aynı şekilde faizler yükseldiğinde sabit geliri tahvil, sahibine daha az kazandıracaktır.

Tahvil bir borç senedi olduğundan, faiz ve anaparanın zamanında ödenmemesi durumunda yargıya başvurularak tahsil edilebilmektedir. Şirket iflas ettiğinde ya da tasfiye olduğunda önce borçlar ödendiğinden ve tahvil de bir borç senedi olduğundan ilk önce tahvil sahiplerinin alacakları tahsil edilir, daha sonra şirket sahipleri payları oranında alacaklarını alırlar.

¹⁵⁶ Sezgin Cüneyt Yeşilkaya, Tahvil, Bono Ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2009, s.5 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

¹⁵⁷ <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/tahvil.aspx>, (Erişim tarihi: 15.04.2018).

Tahvillerde zamanaşımı, anapara için en son kupon vadesi ödemesinden ya da itfaya uğramışsa itfa tarihinden sonra on yıldır. Bu süre faiz alacakları için beş yıldır.

3.3.5. Hazine Bonosu

Bir özel şirketin ya da bir kamu kurumunun, örneğin Devlet Hazinesi'nin, yatırımcılardan aldıkları borç karşılığında verdikleri borç senedine bono denir. Aynı tahvilde olduğu gibi, bonolar bir çeşit borç senetleridir ve verildiği şirket ya da devlet kurumuna karşı alacak hakkı doğururlar. Bonolar, aslında tahvile benzerler ve aralarındaki fark bonoların bir yıldan daha az bir sürede geri ödemeli olmasıdır.

“Hazine bonoları, devletin finansman ihtiyacını karşılamak üzere vadesi bir yıldan kısa olarak çıkarılan borçlanma belgeleridir.”¹⁵⁸ Zaman zaman ülkelerin gelir gider dengesizlikleri sonucu kısa vadeli kaynak açığı olabilir. Her ne kadar bu kaynak açığı dış borç ya da iç borçla karşılanabilse de en çok iç borçlanma tercih edilmektedir. Bu nedenle hükümetler kendi hazine bonolarını ihraç ederler. Bu hazine bonoları ihale yöntemiyle satılır. Arkasında hükümet garantisinin olması, vadesinin kısa olması bonoyu cazip hale getirmektedir.

“Finansman bonusu, anonim ortaklıkların kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak üzere, SPK kaydına alınmak suretiyle, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır.”¹⁵⁹

Bono ödemeleri, borçlu tarafından vadesi geldiğinde ödendiği gibi, vadesi gelmeden de alacaklının bir bankaya giderek ve vade zamanı gelene kadarki faizinden iskonto ettirerek de tahsil edilebilmektedir. Bu durumda ödemeyi banka yapar ve vade dolduğunda borçlu ödemeyi bankaya yapar. Bono kullanımında, hem hazine ihtiyacını zamanında karşıladığından kazançlı, hem alacaklı verdiği borca karşılık aldığı faizden dolayı kazançlı, hem de banka alacaklıya vadesi dolmadan iskontolu ödeme yaptığı ve vade dolduğu zaman borçludan tahsil ettiği anapara ve faiz farkından dolayı kazançlı durumundadır. Bono bir nevi kredidir. Günümüzde plastik kartların ve çeklerin, bono kullanımını azalttığı görülmektedir.

¹⁵⁸ Büyükaslan, *a.g.t.*, s.85.

¹⁵⁹ Yeşilkaya, *a.g.t.*, s.16.

3.3.6. Repo

Yatırımcılar için, kısa vadeli nakit ve menkul kıymet yönetimi açısından repo ve ters repo işlemleri oldukça önemlidir. Bu yüzden repo ile birlikte ters repo tanımlarını birlikte açıklamakta fayda var.

“Finansal araçların geri alma taahhüdü ile satımı”¹⁶⁰ anlamına gelen repo sözcüğü, dilimize geri alım anlaşması anlamına gelen İngilizce “Repurchase Agreement” kelimesinin kısaltılması olarak geçmiştir. Repo işlemi yapılırken borç para karşılığında menkul kıymet alınmakta ve borç geri ödenirken borcu ödeyen taraf ek bir faizle ödeme yapmaktadır. Burada işlemler hesap üzerinden görülmekte, fiziki olarak bir menkul kıymet devri yapılmamaktadır.

Ters repo ise; “finansal araçların geri satma taahhüdü ile alımını ifade eder.”¹⁶¹ Ters repo işlemi yapılırken banka öncelikle menkul kıymeti almakta ve vade geldiğinde önceden belirlenen fiyat üzerinden geri satmaktadır.

Elindeki birikimi kısa vadeli bir yatırım aracı ile değerlendirmek isteyen yatırımcılar, genellikle repo işlemine başvurumaktadırlar. Özellikle ticaretle uğraşan kişiler, 1 gün ile 30 gün arasında değişen vadelerle ellerindeki birikimlerini değerlendirmek istemektedirler.

Repo ya da ters repo işlemlerinde hem nakit, hem de menkul kıymetler teminat gösterilerek kullanılmaktadır. “Bu kapsamda, gelişmiş finansal piyasalarda kullanım yaygınlığı arttığı gözlenen, başlıca nakit dışı repo teminatları; kamu kâğıtları, özel sektör borçlanma araçları, değiştirilebilir tahviller, özellikle piyasa değeri yüksek olan ve belli endekslere dâhil hisse senetleri, teminat mektupları, mevduat sertifikaları ve diğer para piyasası araçları olarak belirlenebilir.”¹⁶²

3.3.7. Depo Sertifikaları

“Depo Sertifikası: Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak

¹⁶⁰ Bankalarca Yapılacak Repo Ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, **Resmî Gazete**, S.29554, 6 Aralık 2015, Madde:4, s.2.

¹⁶¹ Bankalarca Yapılacak Repo Ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, **Resmî Gazete**, S.29554, 6 Aralık 2015, Madde:4, s.2.

¹⁶² Yener Coşkun, “Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri”, **Business and Economics Research Journal**, Volume 3, Number 1, 2012, pp. 59-90, s.75.

veya T.C. Merkez Bankasınca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracıdır.”¹⁶³

Depo sertifikaları yatırımcılara yabancı hisse senetlerine yatırım yapabilme kolaylığı sağlar ve bu sayede yabancı bir piyasada halka arz edilen hisse senetlerini temsil eden depo sertifikaları ile yabancı piyasalarda işlem gören yatırım araçları alınıp satılabilir. Depo sertifikası kendisine dayanak oluşturan hisse senedinin sahipliğini temsil ettiği gibi, aynı zamanda ilgili hisse senedinin oy hakkı, temettü hakkı ve diğer ortaklık haklarının tamamını da taşımaktadır.

Depo sertifikası ihraç eden işletmeler uluslararası piyasalardan kaynak sağlayabildikleri gibi, ihraç ettikleri ülkenin piyasalarında da tanınır hale gelmektedirler.

3.3.8. Opsiyon Sözleşmeleri

“Opsiyon sözleşmesi, iki taraf arasında yapılan ve alıcıya, ödeyeceği belli bir tutar (opsiyon primi) karşılığında, belirli bir vadeye kadar (veya belirli bir vadede), bugünden belirlenen bir fiyat (kullanım fiyatı) üzerinden opsiyona dayanak teşkil eden bir malı, kıymeti veya finansal göstereyi satın alma veya satma hakkı tanıyan, satıcıya da alıcının bu sözleşmeden doğan hakkını kullanması durumunda sözleşmeye dayanak teşkil eden malı, kıymeti, veya finansal göstereyi satma veya alma yükümlülüğü getiren sözleşmedir.”¹⁶⁴

Opsiyon sözleşmelerinde, satın alan taraf alma/satma hakkı ile sözleşme yaptığı için yatırımı kazanç elde ettiğinde bu hakkını kullanmayı tercih edecektir. Opsiyon sözleşmesinde satan taraf ise, alan taraf bu hakkı kullanmak istediğinde üzerine düşen yükümlülüğü yapmak zorundadır. Bu nedenle, opsiyon sözleşmesi yapılırken satın alan taraf bu hakkı koruyabilmek için satan tarafa opsiyon primi ödemek zorundadır. Satın alan taraf vadesi dolana kadar opsiyon hakkını kullanmasa da, satan taraf bu ücreti alan tarafa geri iade etmez. Bu sözleşme ile satın alan tarafın tek kaybı opsiyon primi ödemesidir. Satan taraf için ise vade dolana kadarki sürede ne kadar risk taşıdığı belirsizdir.

Opsiyon primi belirlenirken bazı faktörler ücret konusunda etkili olurlar. Bunlar; sözleşmede bahsedilen finansal varlığın fiyatı, faiz oranları, vade ve volatilitedir.

¹⁶³ Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği, **Resmî Gazete**, S.28800, 23 Ekim 2013, Madde:4, s.46.

¹⁶⁴ VİOP Opsiyon Sözleşmeleri, Borsa İstanbul Tanıtım Kitapçığı, Ekim 2014, İstanbul, s.2.

3.3.9. Yatırım Fonları

Herkes, tasarrufundan kazanç elde etmek ister. Ancak, bilgi yetersizliği, kaynakların sınırlı olması ve piyasaları takipte yeterli zaman bulunmayışı gibi nedenlerle tüm bireysel yatırımcılar, istedikleri kadar kazanç elde edememektedirler. Bu nedenle bireysel yatırımcılar için yatırım fonları iyi bir alternatif oluşturmaktadır.

“Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payları karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet hesaplarına göre, portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketler tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır.”¹⁶⁵ Burada yatırımcı, aldığı katılma payı oranında portföye ortak olmaktadır. Katılma payı, yatırımcının haklarını ve fona katılımını belgeleyen evraktır. “İnançlı mülkiyet kavramındaki inançlı işlemler, “inanan” adı verilen bir kişinin, idare edilmek üzere malvarlığına dâhil bir değeri, aynı amaçları gerçekleştirecek mutad hukuki işlemlerden daha kuvvetli bir hukuki durum yaratmak amacı ile “inanılan” adı verilen bir kişiye inançlı olarak kazandırması anlaşılır.”¹⁶⁶

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleri, yatırım fonlarını kurabilmektedirler. Burada portföy yönetim şirketi, yönetim, denetleme ve fon sahiplerinin haklarını koruma görevlerini üstlenmektedir. Ayrıca mevzuata ve fon iç tüzüğüne uygun hareketle tasarrufta bulunabilir ve buradan doğan haklarını kullanabilir.

Yatırım Fonu içerisinde; vadeli işlem, devlet tahvili, repo, ters repo, hazine bonusu, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenler, yabancı ve özel/kamu borçlanma araçları, yabancı menkul kıymet ve kira sertifikaları gibi pek çok değişik finansal araç bulunmaktadır.

Özellikle yeterince tasarrufu bulunmayan yatırımcılar, birikimlerini bu portföy yönetim şirketleri ile değerlendirebilmektedirler. Şöyle ki; portföy yönetim şirketleri, pek çok yatırımcının birikimini bir havuzda toplayarak, bireysel yatırımcıların tek tek yapamayacakları yatırımları onlar adına gerçekleştirebilmekte, hatta toplanan bu paralarla portföy çeşitlendirmesine giderek yatırımcıların yatırım risklerini düşürebilmektedirler. Yatırım fonları, profesyonel yatırım uzmanları tarafından piyasaların yakından takip edilmesini ve en düşük risk ile en yüksek kazanç amacı güttüğünden oldukça avantajlıdır.

¹⁶⁵ T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, **Yatırım Fonları**, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016, s.2.

¹⁶⁶ İbrahim Ethem Sancak, Yatırım Fonlarının Türkiye Uygulaması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002, s.34 (**Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi**).

Yatırım portföyünün içerdiği finansal araçlara göre 17 yatırım fonu türü bulunmaktadır:

- Serbest fon.
- Hisse senedi fonu
- Tahvil ve Bono fonu,
- Sektör fonu,
- Grup fonu
- İştirak fonu,
- Yabancı menkul kıymetler fonu,
- Altın fonu
- Diğer kıymetli madenler fonu,
- Karma fon,
- Likit fon,
- Değişken fon
- Endeks fon,
- Fon sepeti fonu,
- Koruma amaçlı fon,
- Özel fon,
- Garantili fon,

3.3.10. Katılım Fonları

İslam dinine göre faiz haramdır. Bu prensiple bazı bireysel yatırımcılar birikimleri ile kazanç elde edemezken, bu durum ülke ekonomisi için de kayıp arz etmektedir. Bu nedenle özellikle bankalar faiz yerine kâra ve zarara ortak olmayı prensip edindikleri bir sistem geliştirmişlerdir.

“Katılım bankacılığı, faizsizlik prensiplerine göre çalışan, bu prensiplere uygun her türlü bankacılık faaliyetlerini gerçekleştiren, kâr ve zarara katılma esasına göre fon toplayıp ticaret, ortaklık ve finansal kiralama vb. yöntemleriyle fon kullandıran bir bankacılık modelidir.”¹⁶⁷ Katılım bankalarının en önemli prensibi, faizsizlik prensibidir. Buradan hareketle, kâr ya da zarara ortak olmak üzere fon toplarlar ve bunu ticari alanlarda değerlendirerek yatırımcısına kazanç elde ettirmeye çalışırlar.

Katılım bankacılığı Türkiye’de ilk kez 1984 yılında Albaraka Türk ile başlamıştır. Onu Faysal Finans, Kuveyt Türk, Asya Finans, İhlas Finans gibi diğer

¹⁶⁷ <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>, s.2, (Erişim tarihi: 22.04.2018).

katılım bankaları izlemiştir. Bu bankalar içerisinde hala günümüzde faaliyetlerine devam ettirenler mevcuttur. Dünyada ise pek çok ülkede katılım bankacılığı yaygınlaşmıştır. “Bunlara örnek olarak; Citibank, HSCB, Union Bank of Switzerland, Kleinwort Benson, ANZ Grindlays, Goldman Sachs, Islamic Bank of Britain gibi müesseseler sayılabilir.”¹⁶⁸

Katılım bankaları, hemen hemen tüm bankacılık hizmetlerini, faizsiz olmak koşuluyla yerine getirmektedirler. Yatırımcılardan toplanan fonlar ticarete yöneltilerek kazanç elde edilmektedir. Bu ticarete yönelmenin nedeni, faizin haram, ticaretin helal oluşundan ileri gelmektedir. Katılım fonu sahibi yatırımcılar, sermaye ortağı olduklarından kâra da, zarara da ortak olurlar. Faizli işlemlerde kazanç önceden belli değildir. Belli olan tek şey, kâr getirisinin hangi oranda bölüşüleceğidir.

Katılım bankaları hep kar dağıttığı ve hiç zarar etmediği için bunun faizden ne farkı olduğuna dair bazı inanışlar vardır. Katılım bankacılığı, kazancını mal alım/satımı şeklinde, ticari olarak gerçekleştirmektedir. Örneğin, 100 TL'ye aldığı bir malı 110 TL'ye satarak 10 TL kâr ettiğinde, bunu yatırımı gerçekleştiren fon sahiplerine dağıtmaktadır. 100 TL'lik ürünü hiçbir zaman 90 TL'ye satmadığından bir zarara uğramamaktadır. Katılım bankaları zararı genellikle sattığı malın ödemesini alamadığında gerçekleşmektedir. Bu konuda da Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu devreye girerek zararı karşılamaktadır. Bu konuda devlet güvencesini arkasına alan katılım bankaları zarar etmediklerinden, bu konuda bilgi sahibi olmayan yatırımcılar, bunu faizli kazançla karıştırabilmektedirler.

3.3.11. Bireysel Emeklilik Fonları

Bireysel emeklilik, çalışan bireylerin çalışırken ayırdıkları tasarruflarını emekli olduklarında kazançlarına ek bir gelir olarak katmak ve yaşam seviyelerini yükseltmek amacıyla geliştirilmiş bir sistemdir. Bu sistemle aynı zamanda ekonomiye katkı sağlanmakta ve böylelikle mali sektörde uzun vadeli kaynak sağlanarak kurumsal yatırımcıların gelişmesi desteklenmektedir.

4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 7 Nisan 2001 tarihinde, 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Bu kanunda, sosyal güvenlik reformunun bir parçası olan özel emeklilik fonları oluşturulmuş ve yayınlandığı tarihten 6 ay sonra yürürlüğe girmiştir. Yine bu kanun ile ilgili son değişiklik ve güncelleme 17 Aralık 2016 tarihinde 29921 sayılı Resmi Gazete'de yapılmıştır.

¹⁶⁸ <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>, s.12, (Erişim tarihi: 22.04.2018).

“Emeklilik yatırım fonu: Şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığıdır.¹⁶⁹”

Bireysel emeklilik sistemi, herkesin katılabildiği ve gönüllülük esasına göre çalışan bir sistemdir. Bireylerin emeklilik yatırım fonlarını değerlendiren emeklilik şirketleri, Hazine Müsteşarlığı'nın denetimindedir ve SPK mevzuatı çerçevesinde çalışmaktadırlar. Emeklilik şirketlerinin, farklı risk ve getirisi olan en az 3 emeklilik fonu kurmaları ve bireylerin kendi istekleri doğrultusunda istediklerini seçebilmelerine olanak tanımaları zorunludur.

Bireysel emeklilik fonunda toplanan yatırımlar, kamu ve özel sektör borçlanma araçları, katılma hesapları, repo ve ters repo işlemleri, mevduat, ortaklık payları, altın ve kıymetli madenler, kira sertifikaları, türev araç işlemleri gibi yatırım araçları ile değerlendirilebilmektedirler.

Bireysel emeklilik sistemine teşvik amacıyla devlet, katılım payının % 25'ini ilave ederek bireylerin yatırımlarına katkıda bulunmaktadır. Katılımcılar, sistemden emekli olduklarında yahut vefat ettiklerinde lehdarına bu devlet katkısının tamamı ödenmektedir. Ancak sistemden daha önce de ayrılmak mümkündür. Bu durumda devlet katkısını hakediş oranları farklılık göstermektedir. Şöyle ki;

- En az 3 yıl sistemde kalan yatırımcılar % 15,
- En az 6 yıl sistemde kalan katılımcılar % 35,
- En az 10 yıl sistemde kalan yatırımcılar % 60,
- Sistemde 10 yıl kalan ve 56 yaşını tamamlamış katılımcılar ise devlet katkısının % 100'ünü ve getirilerini alabileceklerdir.

3.3.12. Vadeli İşlem Piyasaları

Vadeli işlem piyasaları, finans literatüründe türev piyasaları olarak anılmaktadır. “Geleceğe yönelik sözleşmelerde birbirine benzeyen iki tür araç vardır. Bunlardan biri vadeli işlem (Futures) sözleşmeleri, diğeri de Forward sözleşmeleridir.”¹⁷⁰ Her iki sözleşmede de taraflardan alıcı olan belirli bir zamanda herhangi bir şeyi almayı, diğeri taraf da o belirli zamanda satmayı taahhüt eder. Her ne kadar bu sözleşmeler birbirlerine benzeseler de, ayrıldıkları bazı noktalar mevcuttur. Bunlardan en önemlisi, vadeli işlem sözleşmelerinde bir standart

¹⁶⁹ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, **Resmî Gazete**, S.28586, 13 Mart 2013, Madde:4/c, s.49.

¹⁷⁰ Karan, a.g.e., s.589.

mevcutken forward sözleşmelerinde tarafların her ikisinin de özel ihtiyaçları göz önünde bulundurulmasıdır.

“Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir.”¹⁷¹ Vadeli işlem piyasaları, forward piyasalarından daha büyüktür. Çünkü vadeli işlemler standart bir sözleşme olduklarından daha likittirler. Aynı zamanda arada takas bankasının da bulunması ödeme konusunda bir güvence sağlamaktadır. Bu nedenle riskten kaçınan yatırımcılar için oldukça güvenli bir yatırım aracıdır.

“Vadeli işlem sözleşmeleri genellikle mallara (tarımsal ürün, enerji ürünleri, metaller vb.), pay senetlerine, pay senedi endekslerine, faiz oranlarına ve döviz dayalı olarak düzenlenmektedir.”¹⁷² Buna ilaveten günümüz yatırımcılarının değişen ihtiyaçlarına paralel olarak kredi riski, hava durumu gibi farklı değişkenlere dayalı sözleşmeler düzenlemek de mümkündür.

3.3.13. Altın

Altın periyodik cetvelde Au simgesiyle gösterilen, yoğunluğu oldukça fazla, yumuşak, parlak ve sarı bir elementtir. Adını Latince Aurum'dan (ışıldayan, parlayan) almaktadır. Saf hali oldukça yumuşak olduğu için kolayca şekillendirilebilir ve istenildiği gibi işlenebilir. Hava ve su temasından etkilenmediğinden kararmaz, donuklaşmaz ve paslanmaz.

Altın dünya üzerinde binlerce yıllık kullanıma sahiptir. İlk kez M.Ö. 5000'li yıllarda kullanılmaya başlandığı bilinmektedir. Yapılan kazılarda Peru'da M.Ö. 2000'li yıllara ait takılar ve ziynet eşyaları bulunmuştur. Özetle, dünyanın pek çok ülkesinde altın sevilen ve değer verilen bir metaldir.

Türklerde ise, İslamiyet'ten önce özellikle devlet sembolü ve hükümdarlık simgesiyken, İslamiyet'ten sonra eşya olarak kullanımı azalmış, genel olarak ziynet eşyası olarak kullanılmaya başlanmıştır. Anadolu'da ilk altın eşya buluntuları M.Ö. 5000 yıllarına aittir. Yine Dünyada kullanılan ilk altın para Salihli yöresinde hüküm süren Lidya Kralı Krezüs (Karun) tarafından basılmıştır.

¹⁷¹ T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, *Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri*, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016, s.2 .

¹⁷² T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, *Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri*, a.g.e., s.2.

“Altın devletler için kâğıt para emisyonunun güvencesi olarak ve milletlerarası bir ödeme aracı olarak eskiden beri büyük önem taşımaktadır.”¹⁷³ İkinci Dünya Savaşından sonra 1944 yılında ABD’de Bretton Woods adlı küçük bir kasabada 44 ülkenin katılımı ile Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı düzenlenmiş ve altın ABD dolarına endekslenerek ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır.

Ülkemizde altın uzun yıllar ziynet eşyası olarak evlerde yastık altı dediğimiz kendi değerini koruyacak şekilde saklanmaktayken Kıymetli Madenler yatırım fonlarına yönelik hazırlanan bir tebliğ 31 Ocak 2002 tarihinde yürürlüğe girerek bankalara taşınmış ve yatırım fonları katılım belgeleriyle hane halkının altın yatırımlarına alternatifler oluşturulmuştur.

“Altın fiyatlandırması, serbest piyasa koşullarına göre belirlenmektedir ve altın fiyatı diğer ekonomik değişkenlerden etkilenmektedir.”¹⁷⁴ Gültekin ve Hayat’ın 2016 yılında yaptıkları çalışmada döviz kuru, faiz oranı, ons fiyatı, petrol fiyatları, TÜFE ve BİST 100 endeksi ele alınmıştır. “Buna göre, en yüksek değişkenlik İstanbul Altın Borsası altın fiyatında ve Ons fiyatında görülürken, İAB altın fiyatının BİST 100 endeksi ile negatif, diğer değişkenlerle pozitif ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır.”¹⁷⁵

3.3.14. Sukuk

“Sukuk, gerçek bir varlık ya da varlık havuzu üzerinde mülkiyet hakkıyla birlikte bu varlıklardan gelir elde edilmesini sağlayan bir yatırım aracıdır.”¹⁷⁶ Sukuktan bahsederken gerçek bir ekonomik varlık ve bu varlıktan yararlanma hakkından söz edilmektedir.

İlk faizsiz bankacılık denemeleri Malezya’da 1940’lı yıllarda başlasa da başarılı olamamıştır. Ardından Pakistan, Hindistan, Mısır ve Birleşik Arap Emirlikleri’nde de faizsiz bankacılık girişimleri denenmiş ve buralarda da başarılı olunamamıştır. “1983 yılında, faizsiz finans sektörünü oluşturmak için İslami bankacılıkta enstrüman oluşturması amacıyla Malezya Merkez Bankası tarafından ilk sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.”¹⁷⁷

¹⁷³ Maden Tetkik Ve Arama Müdürlüğü, *Türkiye ve Dünyada Altın*, Temmuz 2016, Ankara, s.5.

¹⁷⁴ Özge Elmastaş Gültekin ve Elvan Aktürk Hayat, “Altın Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Var Modeli İle Analizi: 2005-2015 Dönemi”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt 16, Sayı 4, Ekim 2016, İzmir, ss.611/625, s.622.

¹⁷⁵ Gültekin ve Hayat, *a.g.m.*, s.622.

¹⁷⁶ Tan Wan YEAN, “Sukuk: Issues and the way Forward”, International Lawyers Network Articles, 2011, http://www.iln.com/articles/pub_1674.pdf, p.2, Erişim tarihi: 25.04.2018).

¹⁷⁷ Candan Kudun, Sermaye Piyasası Araçlarından Sukuk Ve Türkiye Uygulamaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2016, s.37 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

“Sukuk, Arapça “Sak” kökünden gelmektedir. Sak, kelime anlamı olarak sertifika veya vesika anlamlarını içinde barındırmaktadır. Sukuk ise “Sak” kelimesinin çoğulu olduğundan, sertifikalar anlamına gelir.”¹⁷⁸ “Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır.”¹⁷⁹ Yani sukukta, bir varlığa sahip olup ondan yararlanma hakkından bahsedilir, tahvil gibi borca dayalı değil, varlığa dayalı sertifikalardır.

“Sukukun dayanağı olan varlıklar; menkul ya da gayrimenkul niteliğindeki varlıklar, yatırım projesi, emtia, gelecekte teslim dayanan satış anlaşması veya emek ve sermaye katkısına dayalı bir ortaklıktır.”¹⁸⁰

3.3.15. Bitcoin

“Bitcoin, merkezi olmayan ve eşler arası ödeme ağı olan dijital para olarak tanımlanır.”¹⁸¹ Bu sisteme kayıtlı kullanıcılar, aralarında herhangi bir aracı olmadan, direkt olarak transferler gerçekleştirebilirler. Bitcoin, herhangi bir kurum ya da şirket değildir ve bu iştirake herkes katılabilir, kullanabilir.

Bitcoin’in kayıtlı olduğu sistem Blockchain’dir. Blockchain’i şifrelenmiş işlem takibi sağlayan dağınık bir veri tabanı olarak tanımlayabiliriz. Burada zincirleme bir modelle inşa edilen, takip edilebilen ancak kırılmayan bir teknoloji söz konusu. Bu teknolojiyle, alıcı ile satıcı arasında güvenli bir şekilde Bitcoin transferi sağlanmaktadır. Bu ağ üzerinden transfer edilen para birimine Bitcoin (BTC) denir.

İlk kez Kasım 2008’de Satoshi Nakamoto adlı biri, “Bitcoin: Eşler Arası Elektronik Nakit Sistemi” adlı bir bildiriye kriptografi ile ilgilenen bir mail grubu ile paylaşmıştır. Bu sistemde tanımlanan şeyi üretmek için eşler arası bir ağ (p2p) kullanmanın ne şekilde gerçekleştirileceğini anlatmıştır. Ocak 2009’da, ilk kez Bitcoin ağı ile Bitcoin istemcisi açıklanmış ve ilk Bitcoin bloğu (genesis bloğu) oluşturulmuştur. Bu ağda ilk işlemi gerçekleştiren, yine Satoshi Nakamoto olmuştur.

Sanal para bitcoini bulan kişinin Satoshi Nakamoto olduğu düşünülse de, bu ismin takma bir isim olduğu ve gerçek ismin Avustralya’lı iş adamı Craig Wright

¹⁷⁸ Ahmet Tok, İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Haziran 2009, Ankara, s.13.

¹⁷⁹ Erdal Yılmaz, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak 2014, s.83.

¹⁸⁰ Kudun, a.g.t., s.35.

¹⁸¹ https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2561183, p.1, (Erişim tarihi: 25.04.2018).

olduğunu biliyoruz. Craig Wright'ın kendini doğrultması, ancak bitcoin ile ilgili teknik verileri paylaşması ile gerçekleşmiştir.

Bitcoin, finans sektörüne gireli yalnızca bir kez, 2010 yılında güvenlik sorunu yaşamıştır. Sorundan kaynaklı pek çok Bitcoin üretilerek alıcılarına gönderilmiş, ancak hata farkedilerek Bitcoin haberleşme protokolü güncellenmiş ve sürüme eklenerek bu sahte işlem, işlem günlüğünden silinmiştir. Bu olay, Bitcoin tarihindeki görülen ilk güvenlik sorunudur.

Bitcoin'in yaklaşık 10 yıllık bir geçmişi olmasına rağmen, şu anda dünyadaki en pahalı kriptoparadır. Bitcoin fiyatını, arz ve talep belirlemektedir. Talep arttığında Bitcoin fiyatı artış gösterirken, talep azaldığında fiyatlarda düşüş yaşanmaktadır. Bitcoin fiyatlarındaki değişim hızlı yaşandığından fırsatları ve riskleri beraberinde taşımaktadır.

Bitcoin, pek çok güvenlik uzmanı tarafından incelenmiş ve oldukça güvenli bir ağ üzerinde işlem yapıldığı kanaati oluşmuştur. Ama yine de evrimini henüz tamamlamadığı için yatırımcıları ihtiyatlı olmaları konusunda uyarmak gerekir.

Özetle, Bitcoin, bugün, günlük hayatta kullandığımız TL, Dolar ya da Euro gibi, alışverişlerde ve çevrimiçi ortamlarda kullanabileceğimiz bir para birimidir. Ayrıca diğer para birimleri gibi herhangi bir hükümetin ya da para otoritelerinin Bitcoin üzerinde bir hükmü bulunmamaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL YATIRIM TERCİHLERİNİN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: İSTANBUL İLİ ÖRNEĞİ

Bireysel yatırımcılar, yatırım tercihlerini belirlerken pek çok unsurdan etkilenmektedirler. Özellikle yatırımcıların farklı demografilerine ilave olarak kişisel düşünce ve psikolojileri önemli derecede rol oynamaktadır.

4.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı

İnsanlar hayatın pek çok alanında rasyonel davranırlar ya da davrandıklarını sanırlar. Özellikle yatırım yaparken vermiş oldukları kararlarını kendi mantıkları çerçevesinde verirler ve ancak bu kararlar tamamen bireyseldir ve pek çok psikolojik etkenden etkilenmektedir.

Yatırımcıların yatırım tercihleri yaş, cinsiyet, meslek, gelir durumu, eğitim durumu gibi demografik faktörlerden etkilenirken aynı zamanda bireylerin psikolojik ve duygusal algıları yatırımlarını şekillendirmektedir. Bu çalışmanın konusu, İstanbul'da yaşayan bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlerken etkilendikleri psikolojik önyargılarını davranışsal finans kapsamında değerlendirmektir.

İstanbul, Türkiye'nin nüfus bakımından en kalabalık şehridir. Medeniyetlere başkentlik yapmış, pek çok kültürel mirası barındıran, kültür ve sanatın en üst düzeyde olduğu ve bunlarla beraber pek çok eğitim ve iş imkânlarıyla ülke insanının en çok rağbet ettiği şehirdir. Yaptığımız çalışma Türkiye'nin megakenti İstanbul'da yaşayan bireysel yatırımcıların ne tür psikolojik önyargılardan etkilendiklerini ortaya koymak amacıyla yapılmıştır.

4.2. Araştırmada Kullanılan Hipotezler

Yapılan çalışmada bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen bazı psikolojik önyargılar ile bunlar arasındaki ilişkiler açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda çalışma kapsamında 11 adet hipotez ortaya konulmuştur:

H₁: Bireysel yatırımcıların cinsiyetlerine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H₁a: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁b: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁c: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁d: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁e: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁f: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁g: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁h: Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂: Bireysel yatırımcıların yaşlarına göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H₂a: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂b: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂c: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂d: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂e: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₂f: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{2g}: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{2h}: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₃: Bireysel yatırımcıların medeni durumlarına göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{3a}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3b}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3c}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3d}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3e}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3f}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3g}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{3h}: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₄: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{4a}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4b}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4c}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4d}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4e}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4f}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4g}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{4h}: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₅: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{5a}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5b}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5c}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5d}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5e}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5f}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5g}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{5h}: Bireysel yatırımcıların aylık gelir değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₆: Bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{6a}: Bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6b}: Bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6c}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6d}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6e}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6f}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6g}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{6h}: Bireysel yatırımcıların meslek durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₇: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{7a}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7b}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7c}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7d}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7e}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7f}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7g}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{7h}: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₈: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{8a}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8b}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8c}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8d}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8e}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8f}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8g}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{8h}: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₉: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{9a}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9b}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9c}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9d}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9e}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9f}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9g}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{9h}: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₀: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{10a}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10b}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10c}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10d}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10e}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10f}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10g}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H_{10h}: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım eğilimlerinde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır.

H_{11a}: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁b: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁c: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁d: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁e: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁f: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁g: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır.

H₁₁h: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır.

4.3. Araştırmanın Metodolojisi ve Verilerin Analizi

Bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemek ve davranışsal finans açısından değerlendirmek amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Kullanılan anket, 2012 yılında Adem Büyükaslan'ın "Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yapmaya Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Yaklaşımı Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği" adlı tez çalışmasından yararlanılarak hazırlanmıştır. Anket, 30 Mart 2018 – 28 Nisan 2018 tarihleri arasında, İstanbul şehrinde yaşayan 1002 bireysel yatırımcıya uygulanmıştır.

Anketin birinci bölümünde bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerini belirlemeyi amaçlayan sorular mevcuttur. Yaş, cinsiyet, eğitim durumu gibi.

Anketin ikinci bölümünde bireysel yatırımcıların finansal profillerini belirlemeyi amaçlayan sorular mevcuttur. Yatırımcıların gelirlerinden ne kadarını yatırıma ayırdıkları, hangi finansal araçları kullandıkları, kaç yıldır yatırım yaptıkları gibi.

Anketin üçüncü ve son bölümünde ise bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemede kullandıkları psikolojik önyargıların bazı önermeleri mevcuttur. Çalışmaya katılan kişilerden bu önermeleri 5'li Likert Ölçeği ile değerlendirmeleri istenmiştir.

Gerek yüzyüze, gerekse internet aracılığıyla elde edilen veriler SPSS 21.0 istatistik programı aracılığıyla, Faktör Analizi, Bağımsız T Testi, Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ve Post-Hoc (Tukey Testi) Testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

Araştırmada verilerin güvenilirlikleri Cronbach's Alpha güvenilirlik katsayısı ile analiz edilmiştir. Analiz neticesinde Cronbach's Alpha katsayısı 0,917 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuca göre verilerin güvenilir düzeydedir.

4.4. Araştırma Bulgularının ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

4.4.1. Demografik Bilgiler

Tablo 1. Katılımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Cinsiyet	Erkek	456	45,5	45,5	45,5
	Kadın	546	54,5	54,5	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar cinsiyetlerine göre %54,5 (546 kişi) kadın, %45,5 (456 kişi) erkek şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 2. Katılımcıların Yaşlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yaş	20 Yaş ve Altı	27	2,7	2,7	2,7
	21 - 25 Yaş	132	13,2	13,2	15,9
	26 - 30 Yaş	165	16,5	16,5	32,3
	31 - 35 Yaş	186	18,6	18,6	50,9
	36 - 40 Yaş	159	15,9	15,9	66,8
	41 - 45 Yaş	198	19,8	19,8	86,5
	46 - 50 Yaş	75	7,5	7,5	94,0
	51 - 55 Yaş	33	3,3	3,3	97,3
	56 - 60 Yaş	6	,6	,6	97,9
	61 - 65 Yaş	9	,9	,9	98,8
	65 Yaş ve Üzeri	12	1,2	1,2	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar yaşlarına göre %19,8 (198 kişi) 41 – 45 yaş, 18,6 (186 kişi) 31-35 yaş, %16,5 (165 kişi) 26 – 36 yaş, %13,2 (132 kişi) 21-25 yaş, %7,5 (75 kişi) 46 – 50 yaş, %3,3 (33 kişi) 51 – 55 yaş, %2,7 (27 kişi) 20 yaş ve altı, %1,2 (12 kişi) 65 yaş ve üzeri, %0,9 (9 kişi) 61 – 65 yaş ve 0,6 (6 kişi) 56 – 60 yaş aralığında dağılmışlardır.

Tablo 3. Katılımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Medeni Durumu	Evli	639	63,8	63,8	63,8
	Bekâr	363	36,2	36,2	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar medeni durumlarına göre %63,8 (639 kişi) evli ve %36,2 (363 kişi) bekâr şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 4. Katılımcıların Çocuk Sahibi Olma Durumlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Çocuk Sahibi Olma	Çocuğum Yok	426	42,5	42,5	42,5
	1 Çocuk	226	22,6	22,6	65,1
	2 Çocuk	242	24,2	24,2	89,2
	3 Çocuk	69	6,9	6,9	96,1
	4 Çocuk ve Üzeri	39	3,9	3,9	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar çocuk sahibi olma durumlarına göre %42,5 (426 kişi) çocuğu yok, %24, 2 (242 kişi) 2 çocuk, %22,6 (226 kişi) 1 çocuk, %6,9 (69 kişi) 3 çocuk ve %3,9 (39 kişi) 4 ve üzeri çocuk olarak dağılmışlardır.

Tablo 5. Katılımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Eğitim durumu	Okuryazar	6	,6	,6	,6
	İlköğretim	81	8,1	8,1	8,7
	Lise	192	19,2	19,2	27,8
	Üniversite	522	52,1	52,1	79,9
	Lisansüstü	201	20,1	20,1	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar eğitim durumlarına göre %52,1 (522 kişi) üniversite, %20,1 (201 kişi) lisansüstü, %19,2 (192 kişi) lise, %8,1 (81 kişi) ilköğretim ve % 0,6 (6 kişi) okuryazar olarak dağılmışlardır.

Tablo 6. Katılımcıların Gelir Durumlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Gelir Durumu	1-2000 TL	178	17,8	17,8	17,8
	2001 - 4000 TL	448	44,7	44,7	62,5
	4001 - 6000 TL	256	25,5	25,5	88,0
	6001 - 8000 TL	63	6,3	6,3	94,3
	8001 TL ve Üzeri	57	5,7	5,7	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcıların gelir durumlarına göre %44,7 (448 kişi) 2001-4000 TL, %25,5 (256 kişi) 4001- 6000 TL , %17,8 (178 kişi) 1-2000 TL, %6,3 (63 kişi) 6001-8000 TL ve %5,7 (57 kişi) 8001 TL ve üzeri aralığında dağılmıştır.

Tablo 7. Katılımcıların Mesleklerine Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Meslek	Kamuda Ücretli	636	63,5	63,5	63,5
	Özel Sektörde Ücretli	207	20,7	20,7	84,1
	Serbest Meslek	87	8,7	8,7	92,8
	Ev Hanımı	30	3,0	3,0	95,8
	Diğer	42	4,2	4,2	100,0
	Total	1002	100,0	100,0	

Katılımcılar meslek gruplarına göre %63,5 (636 kişi) kamuda ücretli, %20,7 (207 kişi) özel sektörde ücretli, %8,7 (87 kişi) serbest meslek, %4,2 (42 kişi) diğer grup ve %3 (30 kişi) ev hanımı olarak dağılmışlardır.

Tablo 8. Katılımcıların Tasarruf Etme Durumlarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Tasarruf Etme Durumu	Evet	651	65,0	65,0	65,0
	Hayır	351	35,0	35,0	100,0
Total		1002	100,0	100,0	

Katılımcıların tasarruf etme durumlarına göre %65 (651 kişi) evet ve %35 (351 kişi) hayır şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 9. Katılımcıların Tasarrufu Yatırıma Dönüştürme Durumuna Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Tasarrufu Yatırıma Dönüştürme	Evet	429	42,8	42,8	42,8
	Hayır	573	57,2	57,2	100,0
Total		1002	100,0	100,0	

Katılımcıların tasarruflarını yatırıma dönüştürme durumuna göre %57,2 (573 kişi) hayır ve %42,8 (429 kişi) evet şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 10. Katılımcıların Tasarrufa Bütçelerinden Ayırdıkları Paya Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Bütçe Payı	1-250 TL	348	38,4	38,4
	251-500 TL	171	18,9	57,3
	501-1000 TL	186	20,5	77,8
	1001-3000 TL	150	16,6	94,4
	3000 TL Üzeri	51	5,6	100,0
	Total	906	100,0	

Katılımcıların finansal yatırım için bütçelerinden ayırdıkları paya göre %38,4 (348 kişi) 1-250 TL, %20,5 (186 kişi) 501-1000 TL, %18,9 (171 kişi) 251-500 TL, %16,6 (150 kişi) 1001-3000 TL ve %5,6 (51 kişi) 3000 TL ve üzeri şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 11. Katılımcıların Yatırım Yaptıkları Finansal Araç Türlerinin Göre Dağılım*

Araç	Frekans	Yüzde
Yerli Para Mevduatı	174	17,4
Hazine Bonosu	3	0,03
Faizsiz Katılım Fonları	48	4,8
Döviz Mevduatı	174	17,4
Repo	3	0,03
Yastık Altı	138	13,8
Hisse Senedi	39	3,9
Yatırım Fonları	45	4,5
Bitcoin	18	1,8
Tahvil	6	0,06
Altın	375	37,5
Sukuk	3	0,03

*Birden çok seçenek seçilmesine olanak sağlanmıştır.

Katılımcıların yatırım yaptıkları finansal araç türlerine göre %37,5'i (174 kişi) altın, %17,4 (174 kişi) yerli para mevduatı ve döviz mevduatı, %13,8 (138 kişi) yastık altı, %4,8 (48 kişi) faizsiz katılım fonları, %4,5 (45 kişi) yatırım fonları, %3,9 (39 kişi) hisse senedi, % 1,8 (18 kişi) bitcoin, %06 (6 kişi) tahvil, %03 (3 kişi) hazine bonosu, repo ve sukuk şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 12. Katılımcıların Portföylerindeki Yatırım Aracına Göre Dağılım

		Frekans	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Portföydeki Yatırım Aracı	1 Tane	489	57,6	57,6
	2 Tane	261	30,7	88,3
	3 Tane	75	8,8	97,2
	4 Tane	12	1,4	98,6
	5 Tane ve üzeri	12	1,4	100,0
	Total	849	100,0	

Katılımcıların portföylerindeki yatırım araçlarının sayısına göre %57,6 (489 kişi) 1 tane, %30,7 (261 kişi) 2 tane, %8,8 (75 kişi) 3 tane, %1,4 (12 kişi) 4 tane ve %1,4 (12 kişi) 5 tane ve üzeri şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 13. Katılımcıların Finans Piyasasındaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklıklarına Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Finans Piyasası Gelişmeleri Takibi	İzlemiyorum	402	40,7	40,7
	Her Gün	204	20,7	61,4
	Haftalık	189	19,1	80,5
	Aylık	165	16,7	97,3
	Yıllık	27	2,7	100,0
	Total	987	100,0	

Katılımcıların finans piyasasındaki gelişmeleri takip etme sıklığına göre %40,7 (402 kişi) izlemiyorum, %20,7 (204 kişi) her gün, %19,1 (189 kişi) haftalık, %16,7 (165 kişi) aylık ve %2,7 (27 kişi) yıllık şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 14. Katılımcıların Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yapma Sürelerine Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırım süresi	0-1 Yıl	411	45,2	45,2
	2-5 Yıl	267	29,4	74,6
	6-10 Yıl	126	13,9	88,4
	11-20 Yıl	72	7,9	96,4
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,6	100,0
	Total	909	100,0	

Katılımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma sürelerine göre % 45,2 (411 kişi) 0-1 yıl, %29,4 (267 kişi) 2-5 yıl, %13,9 (126 kişi) 6-10 yıl, %7,9 (72 kişi) 11-20 yıl ve %3,6 (33 kişi) olarak dağılmışlardır.

Tablo 15. Katılımcıların Yatırımlarındaki Kar/Zarar Takibine Göre Dağılım

		Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Yatırımdaki Kar/Zarar Durumu Takibi	İzlemiyorum	348	36,1	36,1
	Her Gün	147	15,3	51,4
	Haftalık	159	16,5	67,9
	Aylık	231	24,0	91,9
	Yıllık	78	8,1	100,0
	Total	963	100,0	

Katılımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumu takibine göre %36,1 (348 kişi) izlemiyorum, %24 (231 kişi) aylık, %16,5 (159 kişi) haftalık, %15,3 (147 kişi) her gün ve %8,1 (78 kişi) yıllık olarak dağılmışlardır.

Tablo 16. Katılımcıların Portföylerindeki Finansal Ürünü Elinde Bulundurma Süresine Göre Dağılım

		Frekans	Değişken Yüzde	Kümülatif Yüzde
Portföydeki Finansal Ürünü Elinde Bulundurma	1 Hafta	126	15,1	15,1
	1 Ay	165	19,7	34,8
	1 Yıl	291	34,8	69,5
	2-5 Yıl	153	18,3	87,8
	6 Yıl ve üzeri	99	11,8	99,6
	Total	837	100,0	

Katılımcıların portföylerindeki finansal ürünü elinde bulundurma süresine göre %34,8 (291 kişi) 1 yıl, %19,7 (165 kişi) 1 ay, %18,3 (153 kişi) 2-5 yıl, %15,1 (126 kişi) 1 hafta ve %11,8 (99 kişi) 6 yıl ve üzeri aralığında dağılmışlardır.

Tablo 17. Katılımcıların Portföylerini Takip Ederken Kullandıkları Bilgi Kaynaklarına Göre Dağılım*

Kaynak	Frekans	Yüzde
Kendi değerlendirmelerim	285	28,5
Gazete – TV	189	18,9
İnternet	447	44,7
Aile / Çevre	96	9,6
Aracı Kurumlar	33	3,3
Diğer	12	1,2

*Birden çok seçenek seçilmesine olanak sağlanmıştır.

Katılımcıların portföylerini takip ederken kullandıkları bilgi kaynağına göre %44,7 (447 kişi) internet, %28,5 (285 kişi) kendi değerlendirmelerim, %18,9 (189 kişi) gazete – TV, %9,6 (96 kişi) aile/çevre, %3,3 (33 kişi) aracı kurumlar ve %1,2 (12 kişi) diğer şeklinde dağılmışlardır.

Tablo 18. Katılımcıların Yeni Yatırım Yapma Sebeplerine Göre Dağılım

Yatırım Sebebi	Frekans	Yüzde
Daha fazla kazanç beklentisi	576	57,6
Sermayeyi Koruma Arzusu	96	9,6
Sürekli Gelir İsteği	108	10,8
Portföy riskini azaltma	19	1,9
Diğer	15	1,5

Katılımcıların yeni yatırım yapmalarındaki sebeplerine göre %57,6 (576 kişi) daha fazla kazanç beklentisi, %10,8 (108 kişi) sürekli gelir isteği, %9,6 (96 kişi) sermayeyi koruma arzusu, %1,9 (19 kişi) portföy riskini azaltmak ve %1,5 (15 kişi) diğer nedenler şeklinde dağılmışlardır.

4.4.2. Faktör Analizi

Tablo 19. Faktör Analizini Açıklayan Varyans Tablosu

Bileşen	Başlangıç Özdeğeri			Kare Yüklerin Toplamlarının Çıkarımı			Kare Yüklerin Toplamlarının Döndürülmüş Hali		
	Toplam	% Varyans	Birikimli %	Toplam	% Varyans	Birikimli %	Toplam	% Varyans	Birikimli %
1	9,285	26,527	26,527	9,285	26,527	26,527	3,899	11,139	11,139
2	2,466	7,046	33,574	2,466	7,046	33,574	3,403	9,723	20,861
3	2,009	5,741	39,315	2,009	5,741	39,315	2,473	7,065	27,926
4	1,677	4,791	44,105	1,677	4,791	44,105	2,324	6,640	34,566
5	1,518	4,338	48,444	1,518	4,338	48,444	2,290	6,543	41,109
6	1,238	3,537	51,980	1,238	3,537	51,980	2,061	5,887	46,996
7	1,143	3,265	55,245	1,143	3,265	55,245	1,993	5,693	52,689
8	1,005	2,872	58,117	1,005	2,872	58,117	1,900	5,428	58,117
9	,966	2,759	60,876						
10	,910	2,599	63,475						
11	,879	2,512	65,987						
12	,844	2,411	68,397						
13	,807	2,307	70,704						
14	,757	2,162	72,866						
15	,742	2,120	74,986						
16	,715	2,043	77,029						
17	,678	1,938	78,967						
18	,643	1,836	80,803						
19	,606	1,732	82,535						
20	,592	1,692	84,228						
21	,575	1,643	85,871						
22	,524	1,498	87,369						
23	,495	1,414	88,782						
24	,441	1,260	90,043						
25	,405	1,156	91,199						
26	,398	1,136	92,335						
27	,374	1,069	93,404						
28	,364	1,041	94,445						
29	,326	,933	95,378						
30	,322	,919	96,297						
31	,311	,887	97,184						
32	,270	,772	97,957						
33	,262	,749	98,706						
34	,236	,674	99,379						
35	,217	,621	100,000						

Çıkarma Metodu: Temel Bileşen Analizi.

Araştırmada kullanılan ölçek olan finansal yatırım eğilim ölçeğinin, yatırımcıların hangi eğilim düzeylerini gösterdiğinin ortaya konması amacıyla gerçekleştirilen faktör analizi neticesinde ölçek 8 farklı boyuta ayrılmıştır. Bu 8 boyut, ölçek toplam varyansının %58'ini açıklama kabiliyetine sahiptir. Bu boyutlar;

- Temsil Etme Eğilimi (TEE)
- Aşırı Güven Eğilimi (AGE)

- Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi (PKE)
- Sosyal Eğilim (SOSE)
- Duygusal Eğilim (DUYEG)
- Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi (AGKE)
- Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim (BİKE)
- Aşırı İyimserlik Eğilimi (AİE)

Tablo 20. Boyutlara Karşılık Gelen Ölçek İfadeleri ve Madde Yükleri

	TEE	AGE	PKE	SOSE	DUYEG	AGKE	BİKE	AİE
S1		,648						
S2		,491						
S3		,726						
S4		,644						
S5								,714
S6								,551
S7						,452		
S8					,447			
S9		,581						
S10	,495							
S11	,542							
S12	,585							
S13	,761							
S14	,744							
S15	,463			,449				
S16							,577	
S17							,693	
S18					,615			
S19			,586					
S20			,588					
S21					,593			
S22								,641
S23					,681			
S24				,684				
S25			,659					
S26			,679					
S27							,697	
S28							,605	
S29						,425		
S30			,422					
S31					,711			
S32				,618				
S33						,491		
S34						,666		
S35				,477				

4.4.3. Bireysel Yatırımcıların Demografik Özellikleri İle Finansal Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi

Tablo 21. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Cinsiyetlerine Göre Farklılık Analizi*

	Cinsiyet	N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	Erkek	456	3,3697	,63637	0,180	0,597	H _{1a} : Ret
	Kadın	546	3,3484	,63700			
Aşırı Güven Eğilimi	Erkek	456	3,1934	,62873	0,735	0,216	H _{1b} : Ret
	Kadın	546	3,1429	,65712			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	Erkek	456	3,5039	,67390	9,831	0,382	H _{1c} : Ret
	Kadın	546	3,4681	,62019			
Sosyal Eğilim	Erkek	456	3,3405	,61943	1,055	0,385	H _{1d} : Ret
	Kadın	546	3,3764	,67631			
Duygusal Eğilim	Erkek	456	3,0513	,64327	0,000	0,010	H_{1e}: Kabul
	Kadın	546	3,1549	,62141			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	Erkek	456	3,0428	,59168	4,225	0,011	H_{1f}: Kabul
	Kadın	546	2,9409	,66486			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	Erkek	456	3,1908	,57684	6,425	0,894	H _{1g} : Ret
	Kadın	546	3,1854	,67155			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	Erkek	456	3,2434	,79464	0,971	0,008	H_{1h}: Kabul
	Kadın	546	3,1062	,81931			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin cinsiyetlerine göre farklılık analizi Bağımsız T Testi ile analiz edilmiştir (Sig.p.<0,05).

H₁: Bireysel yatırımcıların cinsiyetleri değişkenine ait ortalama değerler açısından finansal yatırım eğilimlerinden duygusal eğilim, akla geliş kolaylığı ve aşırı iyimserlik eğilimleri arasında anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Bir diğer ifade ile cinsiyet faktörü, kişilerin finansal davranışlarına etki eden önemli bir göstergedir. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 21’de de görüleceği üzere yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların cinsiyetleri göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur (F=0,180; p=0,597>0.05). Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{1a} reddedilmiştir. Finansal yatırım

kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki bağıntıyı irdeleyen H_{1b} hipotezi ($F=0,735$; $p=0,216>0.05$) bulgularına istinaden reddedilmiştir. Aşırı güven faktörü yönünden anlamlı bir farklılık mevcut değildir. Pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=9,831$; $p=0,382>0.05$). Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{1c} hipotezi reddedilmiştir. Benzer şekilde ($F=1,055$; $p=0,385>0.05$) değerlerinin elde edilmesine bağlı olarak H_{1d} : Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez reddedilmiştir.

İstatistiki süreçler neticesinde bir takım görüş ve hipotezler ret edilirken, diğer bazı hipotezler anlamlı bulunmuştur. Buna göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=0,000$; $p=0,010<0.05$). Bu farklılık, kadın yatırımcıların erkek yatırımcılara oranla daha fazla duygusal eğilim göstermiş olmalarıdır. Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotezi H_{1e} kabul edilmiştir. Yatırımcıların cinsiyetlerine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=4,225$; $p=0,011<0.05$). Bu farklılık, erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara oranla daha fazla akla geliş kolaylığı eğilimi göstermiş olmalarıdır. Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{1f} hipotezi kabul edilmiştir.

Yatırımcıların cinsiyetlerine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=6,425$; $p=0,894>0.05$). Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{1g} reddedilmiştir. H_{1h} hipotezi ise ilgili parametrelerin ($F=0,971$; $p=0,008<0.05$) anlamlı bulunmasına bağlı olarak kabul edilmiştir. Bu farklılık, erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara oranla daha fazla aşırı iyimserlik eğilimi göstermiş olmalarıdır. Bireysel yatırımcıların cinsiyet değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez kabul edilmiştir.

Tablo 22. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Yaşa Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	20 Yaş ve Altı	27	3,4889	,56930	4,710	0,000	H _{2a} : Kabul
	21 - 25 Yaş	132	3,3409	,72206			
	26 - 30 Yaş*	165	3,1491	,71998			
	31 - 35 Yaş**	186	3,4290	,53526			
	36 - 40 Yaş*	159	3,2491	,66474			
	41 - 45 Yaş**	198	3,4667	,62568			
	46 - 50 Yaş**	75	3,5680	,42112			
	51 - 55 Yaş	33	3,4909	,50767			
	56 - 60 Yaş	6	3,3000	,10954			
	61 - 65 Yaş	9	2,9333	,55678			
	65 Yaş ve Üzeri	12	3,3500	,37295			
	Total	1002	3,3581	,63649			
Aşırı Güven Eğilimi	20 Yaş ve Altı	27	3,4000	,21483	2,698	0,003	H _{2b} : Kabul
	21 - 25 Yaş	132	3,1500	,67150			
	26 - 30 Yaş*	165	3,0655	,78123			
	31 - 35 Yaş	186	3,1871	,53286			
	36 - 40 Yaş*	159	3,1170	,70092			
	41 - 45 Yaş	198	3,1667	,62786			
	46 - 50 Yaş**	75	3,4240	,63242			
	51 - 55 Yaş	33	3,2000	,32404			
	56 - 60 Yaş	6	3,4000	,65727			
	61 - 65 Yaş	9	2,7333	,40000			
	65 Yaş ve Üzeri*	12	3,0000	,14771			
	Total	1002	3,1659	,64453			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	20 Yaş ve Altı	27	3,3778	,47502	4,592	0,000	H _{2c} : Kabul
	21 - 25 Yaş*	132	3,3545	,67929			
	26 - 30 Yaş*	165	3,3600	,68901			
	31 - 35 Yaş	186	3,4935	,60775			
	36 - 40 Yaş**	159	3,6000	,68510			

	41 - 45 Yaş	198	3,4939	,59359			
	46 - 50 Yaş	75	3,6000	,60270			
	51 - 55 Yaş	33	3,7273	,57623			
	56 - 60 Yaş	6	3,9000	,32863			
	61 - 65 Yaş	9	4,1333	,36056			
	65 Yaş ve Üzeri	12	2,9500	,51962			
	Total	1002	3,4844	,64511			
Sosyal Eğilim	20 Yaş ve Altı	27	3,0278	,47197	2,886	0,001	H ₂ d: Kabul
	21 - 25 Yaş**	132	3,3864	,70870			
	26 - 30 Yaş**	165	3,3500	,67388			
	31 - 35 Yaş**	186	3,3387	,63687			
	36 - 40 Yaş**	159	3,4057	,64120			
	41 - 45 Yaş**	198	3,4318	,61632			
	46 - 50 Yaş	75	3,3000	,67534			
	51 - 55 Yaş**	33	3,4545	,57096			
	56 - 60 Yaş	6	3,6250	,95851			
	61 - 65 Yaş	9	2,5833	,54486			
	65 Yaş ve Üzeri*	12	3,0625	,11307			
	Total	1002	3,3600	,65097			
Duygusal Eğilim	20 Yaş ve Altı	27	3,0000	,39614	1,011	0,432	H ₂ e: Ret
	21 - 25 Yaş	132	3,1136	,68804			
	26 - 30 Yaş	165	3,0764	,69017			
	31 - 35 Yaş	186	3,1323	,55559			
	36 - 40 Yaş	159	3,0755	,72415			
	41 - 45 Yaş	198	3,1242	,60933			
	46 - 50 Yaş	75	3,2000	,44842			
	51 - 55 Yaş	33	3,1818	,76708			
	56 - 60 Yaş	6	2,8000	,65727			
	61 - 65 Yaş	9	2,6667	,65574			
	65 Yaş ve Üzeri	12	3,2000	,25584			
	Total	1002	3,1078	,63324			

Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	20 Yaş ve Altı	27	2,9444	,47704	0,967	0,471	H _{2f} : Ret
	21 - 25 Yaş	132	3,1080	,66266			
	26 - 30 Yaş	165	2,9591	,71049			
	31 - 35 Yaş	186	3,0081	,58176			
	36 - 40 Yaş	159	2,9292	,71993			
	41 - 45 Yaş	198	2,9848	,60750			
	46 - 50 Yaş	75	3,0100	,54438			
	51 - 55 Yaş	33	2,9318	,57375			
	56 - 60 Yaş	6	2,6250	,13693			
	61 - 65 Yaş	9	2,8333	,25000			
	65 Yaş ve Üzeri	12	2,9375	,46619			
	Total	1002	2,9873	,63433			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	20 Yaş ve Altı	27	2,9444	,71835	2,195	0,076	H _{2g} : Ret
	21 - 25 Yaş	132	3,1989	,74633			
	26 - 30 Yaş	165	3,0773	,74981			
	31 - 35 Yaş	186	3,1935	,60474			
	36 - 40 Yaş	159	3,2406	,58656			
	41 - 45 Yaş	198	3,1970	,50602			
	46 - 50 Yaş	75	3,3100	,54345			
	51 - 55 Yaş	33	3,2500	,64952			
	56 - 60 Yaş	6	3,7500	,27386			
	61 - 65 Yaş	9	3,3333	,12500			
	65 Yaş ve Üzeri	12	2,8750	,39167			
	Total	1002	3,1879	,62992			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	20 Yaş ve Altı	27	3,1852	,89315	2,479	0,096	H _{2h} : Ret
	21 - 25 Yaş	132	3,2803	,86476			
	26 - 30 Yaş	165	3,0970	,84985			
	31 - 35 Yaş	186	3,1989	,76514			
	36 - 40 Yaş	159	3,2390	,85531			
	41 - 45 Yaş	198	3,1717	,74779			
	46 - 50 Yaş	75	3,2133	,72211			
	51 - 55 Yaş	33	2,8788	,79415			
	56 - 60 Yaş	6	2,3333	1,46059			
	61 - 65 Yaş	9	2,4444	,33333			
	65 Yaş ve Üzeri	12	2,9167	,15076			
	Total	1002	3,1687	,81066			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin yaşlarına göre farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₂: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine ait ortalama değerler açısından finansal yatırım eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi ve sosyal eğilim arasında anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Bu bize yaş faktörünün, kişilerin finansal davranışlarına etki eden önemli bir gösterge olduğunu sunmaktadır. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 22'de de görüleceği üzere yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların yaşlarına göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=4,710$; $p=0,000<0.05$). Özellikle 31-35 yaş ve 41-50 yaş aralığındaki yatırımcıların diğer yaş gruplarına göre temsil etme eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{2a} kabul edilmiştir. Finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki bağıntıyı irdeleyen H_{2b} hipotezi ($F=2,698$; $p=0,003<0.05$) bulgularına istinaden kabul edilmiştir. 46-50 yaş aralığındaki yatırımcıların diğer yatırımcılara göre aşırı güven eğilimi göstermiş olmaları bu hipotezi doğrulamaktadır.

Yaş grupları arasında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=4,592$; $p=0,000<0.05$). 36-40 yaş aralığındaki katılımcılar diğer gruplara göre pişmanlıktan kaçınma eğilimi göstermişlerdir. Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{2c} hipotezi kabul edilmiştir. 65 yaş üstü bireysel yatırımcıların sosyal eğilim düzeylerinin diğer tüm gruplara oranla yüksek düzeyde olması ve ($F=2,886$; $p=0,001<0.05$) değerlerinin elde edilmesine bağlı olarak H_{2d}: Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez kabul edilmiştir.

Elde edilen istatistikî veriler neticesinde finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=1,011$; $p=0,432>0.05$). Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotezi H_{2e} reddedilmiştir. Yine aynı şekilde yaş grupları arasında finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=0,967$; $p=0,471>0.05$). Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi

açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{2f} hipotezi reddedilmiştir. Yatırımcıların yaşlarına göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı bir farklılık yoktur (F=2,195; p=0,076>0.05). Bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{2g} reddedilmiştir. Yaş grupları arasında H_{2h} hipotezi ile ilgili tutarsız sonuçlar elde edilmiştir (F=2,479; p=0,096>0.05). Bu nedenle bireysel yatırımcıların yaş değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez reddedilmiştir.

Tablo 23. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Medeni Durumlarına Göre Farklılık Analizi*

	Cinsiyet	N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	Evli	639	3,3333	,60302	4,840	0,102	H _{3a} : Ret
	Bekar	363	3,4017	,69018			
Aşırı Güven Eğilimi	Evli	639	3,1746	,62541	0,156	0,568	H _{3b} : Ret
	Bekar	363	3,1504	,67747			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	Evli	639	3,4620	,62119	2,076	0,144	H _{3c} : Ret
	Bekar	363	3,5240	,68428			
Sosyal Eğilim	Evli	639	3,3521	,62271	6,969	0,610	H _{3d} : Ret
	Bekar	363	3,3740	,69860			
Duygusal Eğilim	Evli	639	3,1183	,62780	0,190	0,485	H _{3e} : Ret
	Bekar	363	3,0893	,64317			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	Evli	639	2,9425	,60263	3,592	0,003	H_{3f}: Kabul
	Bekar	363	3,0661	,68030			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	Evli	639	3,1655	,56952	20,777	0,136	H _{3g} : Ret
	Bekar	363	3,2273	,72328			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	Evli	639	3,1847	,77467	10,424	0,407	H _{3h} : Ret
	Bekar	363	3,1405	,87080			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin medeni durumlarına göre farklılık analizi Bağımsız T Testi ile analiz edilmiştir (Sig.p.<0,05).

H₃: Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine ait elde edilen veriler neticesinde, bekârların evlilere göre daha yüksek düzeyde finansal yatırım kararlarında etkili olan akla geliş kolaylığı eğilimini gösterdikleri tespit edilmiştir. Buradan hareketle medeni durum değişkeninin bireylerin finansal davranışlarında

önemli bir parametre olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 23'de de görüleceği üzere yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların medeni durumlarına göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=4,840$; $p=0,102>0.05$). Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{3a} reddedilmiştir. Finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{3b} hipotezi ($F=0,156$; $p=0,568>0.05$) bulgularına istinaden reddedilmiştir. Medeni durum değişkenine göre pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=2,076$; $p=0,144>0.05$). Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{3c} hipotezi reddedilmiştir.

Bireysel yatırımcıların sosyal eğilim düzeylerinin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir ($F=6,969$; $p=0,610>0.05$). Bu nedenle H_{3d} : Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez reddedilmiştir. Elde edilen istatistiki veriler neticesinde finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=0,190$; $p=0,485>0.05$). Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotezi H_{3e} reddedilmiştir.

Medeni durum ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir ($F=3,592$; $p=0,003<0.05$). Bekâr bireyler evli bireylere göre yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi göstermektedirler. Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{3f} hipotezi kabul edilmiştir. Ancak yatırımcıların medeni durumlarına göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=20,777$; $p=0,136>0.05$). Bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{3g} reddedilmiştir. Medeni durum ile H_{3h} hipotezi ile ilgili bağıntı anlamlı değildir ($F=2,479$; $p=0,096>0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların medeni durum değişkenine göre finansal yatırım

kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez reddedilmiştir.

Tablo 24. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Eğitim Durumlarına Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	Okuryazar	6	3,0000	,00000	1,503	0,199	H _{4a} : Ret
	İlköğretim	81	3,4222	,70427			
	Lise	192	3,4000	,52816			
	Üniversite	522	3,3218	,64091			
	Lisansüstü	201	3,3970	,69325			
	Total	1002	3,3581	,63649			
Aşırı Güven Eğilimi	Okuryazar	6	2,8000	,21909	7,604	0,000	H_{4b}: Kabul
	İlköğretim**	81	3,3407	,61923			
	Lise**	192	3,3156	,52912			
	Üniversite*	522	3,0736	,65917			
	Lisansüstü	201	3,2030	,68102			
	Total	1002	3,1659	,64453			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	Okuryazar	6	3,4000	,43818	0,838	0,501	H _{4c} : Ret
	İlköğretim	81	3,5630	,74304			
	Lise	192	3,4625	,60560			
	Üniversite	522	3,4621	,65334			
	Lisansüstü	201	3,5343	,62295			
	Total	1002	3,4844	,64511			
Sosyal Eğilim	Okuryazar	6	3,0000	,00000	0,909	0,458	H _{4d} : Ret
	İlköğretim	81	3,4352	,89685			
	Lise	192	3,3555	,59084			
	Üniversite	522	3,3434	,60964			
	Lisansüstü	201	3,3881	,69993			
	Total	1002	3,3600	,65097			
Duygusal Eğilim	Okuryazar	6	3,2000	,21909	7,108	0,000	H_{4e}: Kabul
	İlköğretim**	81	3,3704	,64040			
	Lise**	192	3,2250	,57868			
	Üniversite*	522	3,0379	,61549			
	Lisansüstü*	201	3,0687	,69243			
	Total	1002	3,1078	,63324			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	Okuryazar	6	2,8750	,13693	0,743	0,563	H _{4f} : Ret
	İlköğretim	81	2,9167	,77156			
	Lise	192	3,0469	,62172			
	Üniversite	522	2,9799	,59171			
	Lisansüstü	201	2,9813	,69863			

	Total	1002	2,9873	,63433			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	Okuryazar	6	3,2500	,27386	3,748	0,005	H _{4g} : Kabul
	İlköğretim	81	3,2315	,72433			
	Lise*	192	3,1484	,65079			
	Üniversite*	522	3,1394	,60018			
	Lisansüstü**	201	3,3321	,63402			
	Total	1002	3,1879	,62992			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	Okuryazar	6	3,1667	,18257	8,889	0,000	H _{4h} : Kabul
	İlköğretim**	81	3,4321	,75175			
	Lise**	192	3,3802	,77677			
	Üniversite*	522	3,0421	,78012			
	Lisansüstü	201	3,1891	,88736			
	Total	1002	3,1687	,81066			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin eğitim durumlarına göre farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₄: Bireysel yatırımcıların eğitim durumu ile finansal karar verme eğilimlerinden aşırı güven eğilimi, duygusal eğilim, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim ve aşırı iyimserlik eğilimi ile anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Eğitim durumu değişkeninin bireylerin finansal davranışlarında önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 24'de de görüldüğü gibi yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların eğitim durumlarına göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur (F=1,503; p=0,199>0.05). Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{4a} reddedilmiştir. Yatırımcıların eğitim durumlarının finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4b} hipotezi (F=7,604; p=0,000<0.05) bulgularına istinaden kabul edilmiştir. Özellikle ilköğretim ve lise mezunlarının diğer gruplara göre aşırı güven elimi göstermeleri bu hipotezi doğrulamıştır.

Eğitim durumu değişkenine göre pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur (F=0,838; p=0,501>0.05). Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4c} hipotezi reddedilmiştir. Bireysel yatırımcıların sosyal eğilim düzeyleri ile eğitim durumu değişkeni arasında anlamlı bir ilişki yoktur (F=0,909; p=0,458>0.05). Bu nedenle bireysel yatırımcıların eğitim

durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4d} hipotez reddedilmiştir. Elde edilen istatistiki veriler neticesinde finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı bir ilişki vardır (F=7,108; p=0,000<0.05). İlköğretim ve lise mezunlarının diğer gruplara göre duygusal eğilim göstermiş olmaları bu hipotezi doğrulamaktadır ve bu nedenle bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4e} hipotezi kabul edilmiştir.

Eğitim durumu ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur (F=0,743; p=0,563>0.05). Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4f} hipotezi reddedilmiştir. Ancak yatırımcıların eğitim durumlarına göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı bir farklılık vardır (F=3,748; p=0,005<0.05). Bu farklılık lisansüstü mezunu yatırımcıların diğer gruplara oranla bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim göstermelerinden kaynaklanmadır. Bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{4g} kabul edilmiştir. Eğitim durumu ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki söz konusudur (F=8,889; p=0,000<0.05). Özellikle ilköğretim mezunlarının diğer eğitim seviyesindeki kişilere oranla daha fazla iyimserlik eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{4h} hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 25. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Gelir Durumlarına Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	1-2000 TL	178	3,3876	,69580	2,853	0,023	H_{5a}:Kabul
	2001 - 4000 TL	448	3,3554	,61420			
	4001 - 6000 TL*	256	3,3227	,68470			
	6001 - 8000 TL**	63	3,2286	,42329			
	8001 TL ve Üzeri**	57	3,5895	,53375			
	Total	1002	3,3581	,63649			
Aşırı Güven Eğilimi	1-2000 TL**	178	3,3404	,51491	4,333	0,002	H_{5b}: Kabul
	2001 - 4000 TL*	448	3,1313	,69379			
	4001 - 6000 TL*	256	3,1102	,66147			
	6001 - 8000 TL	63	3,1048	,51162			
	8001 TL ve Üzeri	57	3,2105	,57993			
	Total	1002	3,1659	,64453			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	1-2000 TL**	178	3,5843	,61339	5,003	0,001	H_{5c}: Kabul
	2001 - 4000 TL*	448	3,3933	,67770			
	4001 - 6000 TL	256	3,5203	,60344			
	6001 - 8000 TL**	63	3,6762	,49959			
	8001 TL ve Üzeri	57	3,5158	,70907			
	Total	1002	3,4844	,64511			
Sosyal Eğilim	1-2000 TL	178	3,3371	,74371	2,824	0,024	H_{5d}: Kabul
	2001 - 4000 TL	448	3,3421	,65775			
	4001 - 6000 TL**	256	3,4238	,62822			
	6001 - 8000 TL*	63	3,1667	,46878			
	8001 TL ve Üzeri**	57	3,5000	,49776			
	Total	1002	3,3600	,65097			
Duygusal Eğilim	1-2000 TL	178	3,2101	,62211	1,976	0,096	H _{5e} : Ret
	2001 - 4000 TL	448	3,1116	,64883			

	4001 - 6000 TL	256	3,0641	,64105			
	6001 - 8000 TL	63	3,0000	,57698			
	8001 TL ve Üzeri	57	3,0737	,53670			
	Total	1002	3,1078	,63324			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	1-2000 TL**	178	2,9705	,62790	4,353	0,002	H _{5f} : Kabul
	2001 - 4000 TL**	448	3,0195	,63834			
	4001 - 6000 TL**	256	3,0244	,64901			
	6001 - 8000 TL*	63	2,6786	,56695			
	8001 TL ve Üzeri	57	2,9605	,54443			
	Total	1002	2,9873	,63433			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	1-2000 TL	178	3,2205	,75365	1,103	0,354	H _{5g} : Ret
	2001 - 4000 TL	448	3,2126	,63402			
	4001 - 6000 TL	256	3,1602	,60653			
	6001 - 8000 TL	63	3,0595	,43235			
	8001 TL ve Üzeri	57	3,1579	,41895			
	Total	1002	3,1879	,62992			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	1-2000 TL**	178	3,3764	,75582	5,432	0,000	H _{5h} : Kabul
	2001 - 4000 TL*	448	3,1265	,82791			
	4001 - 6000 TL	256	3,1927	,76936			
	6001 - 8000 TL*	63	2,9048	,96800			
	8001 TL ve Üzeri*	57	3,0351	,69774			
	Total	1002	3,1687	,81066			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin gelir durumlarına göre farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₅: Bireysel yatırımcıların gelir durumu ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi, sosyal eğilim, akla geliş kolaylığı eğilimi ve aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Gelir durumunun bireylerin finansal davranışlarında önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 25’de de görüldüğü gibi yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların gelir durumlarının finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır ($F=2,853$; $p=0,023<0.05$). 6001 TL üzeri gelir durumuna sahip olan bireylerin daha az geliri olanlara oranla bu eğilim düzeyleri yüksektir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{5a} kabul edilmiştir. Yatırımcıların eğitim durumlarının finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5b} hipotezi ($F=4,333$; $p=0,002<0.05$) bulgularına istinaden kabul edilmiştir. Özellikle 2000 TL’ye kadar olan düşük gelirlili bireylerde aşırı güven eğilimlerinin yüksek olduğunun görülmesi bu hipotezi doğrulamıştır.

Gelir durumu değişkenine göre bireysel yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır ($F=5,003$; $p=0,001<0.05$). 2000 TL altı ve 6001-8000 TL gelir düzeyine sahip bireylerin pişmanlıktan kaçınma eğilimi göstermeleri bu hipotezi doğrular niteliktedir. Bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5c} hipotezi kabul edilmiştir. Bireysel yatırımcıların sosyal eğilim düzeyleri ile eğitim durumu değişkeni arasında anlamlı bir ilişki vardır ($F=2,824$; $p=0,024<0.05$). 4001-6000 TL arası ve 8001 TL üzeri gelire sahip bireylerin sosyal eğilim düzeyleri diğerlerinden yüksektir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5d} hipotezi kabul edilmiştir.

Elde edilen istatistik veriler neticesinde finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı bir ilişki yoktur ($F=1,976$; $p=0,096>0.05$). Bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5e} hipotezi reddedilmiştir. Gelir durumu ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=4,353$; $p=0,002<0.05$). 6000 TL’ye kadar geliri olan bireylerin bu eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir ve bireysel yatırımcıların eğitim durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5f} hipotezi kabul edilmiştir.

Bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim ile gelir durumu arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir ($F=1,103$; $p=0,354>0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{5g} reddedilmiştir. Ancak

gelir durumu ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki söz konusudur (F=5,432; p=0,000<0.05). Özellikle 2000 TL'ye kadar geliri olan kişilerin aşırı iyimserlik eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{5h} hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 26. Katılımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Mesleklerine Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	Kamuda Ücretli*	636	3,2792	,63723	10,484	0,000	H _{6a} : Kabul
	Özel Sektörde Ücretli**	207	3,4348	,60768			
	Serbest Meslek**	87	3,6207	,61458			
	Ev Hanımı**	30	3,2600	,61734			
	Diğer	42	3,7000	,53420			
	Total	1002	3,3581	,63649			
Aşırı Güven Eğilimi	Kamuda Ücretli*	636	3,0840	,68592	7,698	0,000	H _{6b} : Kabul
	Özel Sektörde Ücretli**	207	3,2841	,53471			
	Serbest Meslek**	87	3,2897	,58010			
	Ev Hanımı	30	3,3800	,63322			
	Diğer	42	3,4143	,35446			
	Total	1002	3,1659	,64453			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	Kamuda Ücretli*	636	3,4189	,62000	6,957	0,000	H _{6c} : Kabul
	Özel Sektörde Ücretli*	207	3,5507	,63068			
	Serbest Meslek**	87	3,7793	,73455			
	Ev Hanımı	30	3,5400	,81393			
	Diğer	42	3,5000	,57636			
	Total	1002	3,4844	,64511			
Sosyal Eğilim	Kamuda Ücretli	636	3,3325	,63947	1,516	0,195	H _{6d} : Ret
	Özel Sektörde Ücretli	207	3,3732	,62067			
	Serbest Meslek	87	3,5086	,70034			
	Ev Hanımı	30	3,4250	,99167			
	Diğer	42	3,3571	,53858			
	Total	1002	3,3600	,65097			

Duygusal Eğilim	Kamuda Ücretli*	636	3,0632	,61629	5,151	0,000	H _{6e} : Kabul
	Özel Sektörde Ücretli	207	3,1884	,66527			
	Serbest Meslek*	87	3,0345	,65144			
	Ev Hanımı**	30	3,4600	,65632			
	Diğer	42	3,2857	,53945			
	Total	1002	3,1078	,63324			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	Kamuda Ücretli*	636	2,9340	,61266	14,340	0,000	H _{6f} : Kabul
	Özel Sektörde Ücretli**	207	3,2246	,55490			
	Serbest Meslek**	87	3,0345	,76646			
	Ev Hanımı*	30	2,4750	,85438			
	Diğer	42	2,8929	,42463			
	Total	1002	2,9873	,63433			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	Kamuda Ücretli	636	3,1792	,62502	2,032	0,088	H _{6g} : Ret
	Özel Sektörde Ücretli	207	3,2500	,63857			
	Serbest Meslek	87	3,2414	,55830			
	Ev Hanımı	30	2,9750	,53880			
	Diğer	42	3,0536	,80686			
	Total	1002	3,1879	,62992			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	Kamuda Ücretli	636	3,1274	,83243	2,452	0,074	H _{6h} : Ret
	Özel Sektörde Ücretli	207	3,2802	,73212			
	Serbest Meslek	87	3,1034	,78801			
	Ev Hanımı	30	3,1333	,86037			
	Diğer	42	3,4048	,79815			
	Total	1002	3,1687	,81066			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin mesleklerine göre farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₆: Bireysel yatırımcıların meslekleri ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi, duygusal eğilim ve akla geliş kolaylığı eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle mesleklerin bireylerin finansal davranışlarında önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 26'da da görüldüğü gibi yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların mesleklerinin gelir durumlarının finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi

açısından anlamlı farklılık vardır ($F=10.484$; $p=0,000<0.05$). Özel sektörde ücretli çalışanların, serbest meslek mensuplarının ve ev hanımlarının diğer mesleklere göre bu eğilim düzeyleri yüksektir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6a} hipotezi kabul edilmiştir. Yatırımcıların mesleklerinin finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6b} hipotezi ($F=7,698$; $p=0,000<0.05$) bulguları doğrultusunda kabul edilmiştir. Serbest meslek sahiplerinin aşırı güven eğilimlerinin diğer meslek mensuplarına oranla yüksek olması bu hipotezi doğrulamıştır. Yine serbest meslek çalışanlarının pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterdikleri bir diğer sonuçtur ($F=6,957$; $p=0,000<0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların gelir durumu değişkenine göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6c} hipotezi kabul edilmiştir.

Elde edilen istatistikî veriler neticesinde finansal yatırım kararları ile meslekler arasında sosyal eğilim açısından anlamlı bir ilişki yoktur ($F=1,516$; $p=0,195>0.05$). Bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6d} hipotezi reddedilmiştir. Ancak meslek değişkeni ile duygusal eğilim arasında anlamlı bir ilişki vardır ($F=5,151$; $p=0.000<0,05$). Bireysel yatırımcıların meslek değişkeni ile finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6e} hipotezi kabul edilmiştir. Meslek değişkeni ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=14,340$; $p=0,000<0.05$). Özellikle özel sektörde ücretli çalışanların ve serbest meslek sahibi bireylerin bu eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6f} hipotezi kabul edilmiştir.

Mesleki farklılıklar ile bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir ($F=2,032$; $p=0,088>0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{6g} reddedilmiştir. Bununla paralel meslekler ile aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki de söz konusu değildir ($F=2.452$; $p=0,074>0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların meslek değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{6h} hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 27. Katılımcıların Finansal Yatırımları İçin Bütçelerinden Ayırdıkları Paya Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	1-250 TL*	348	3,2552	,56625	12,686	0,000	H7a:Kabul
	251-500 TL*	171	3,5544	,54839			
	501-1000 TL*	186	3,3032	,68788			
	1001-3000 TL*	150	3,3840	,56451			
	3000 TL Üzeri**	51	3,7412	,73897			
	Total	906	3,3702	,61563			
Aşırı Güven Eğilimi	1-250 TL*	348	3,1207	,58799	9,715	0,000	H7b:Kabul
	251-500 TL*	171	3,2947	,60598			
	501-1000 TL*	186	3,0581	,69598			
	1001-3000 TL*	150	3,1280	,54700			
	3000 TL Üzeri**	51	3,5765	,63454			
	Total	906	3,1675	,62299			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	1-250 TL*	348	3,4259	,54948	8,286	0,000	H7c:Kabul
	251-500 TL**	171	3,6982	,65632			
	501-1000 TL*	186	3,4065	,63002			
	1001-3000 TL	150	3,5760	,59208			
	3000 TL Üzeri	51	3,6588	,78312			
	Total	906	3,5113	,61888			
Sosyal Eğilim	1-250 TL*	348	3,3254	,61345	3,038	0,017	H7d: Ret
	251-500 TL**	171	3,5000	,59963			
	501-1000 TL	186	3,3387	,60755			
	1001-3000 TL	150	3,4050	,61828			
	3000 TL Üzeri	51	3,5000	,72457			
	Total	906	3,3841	,61995			
Duygusal Eğilim	1-250 TL	348	3,0914	,59240	3,553	0,007	H7e:Kabul
	251-500 TL**	171	3,2351	,62549			
	501-1000 TL	186	3,0871	,60658			
	1001-3000 TL*	150	2,9840	,60447			
	3000 TL Üzeri	51	3,1647	,79065			
	Total	906	3,1040	,61961			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	1-250 TL*	348	2,9741	,53855	4,986	0,001	H7f: Kabul
	251-500 TL	171	3,0395	,64874			
	501-1000 TL*	186	3,0282	,59064			
	1001-3000 TL*	150	2,8750	,65842			
	3000 TL Üzeri**	51	3,2941	,81349			

	Total	906	2,9992	,61457			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	1-250 TL*	348	3,1853	,58449	6,596	0,000	H ₇ g:Kabul
	251-500 TL**	171	3,3772	,54595			
	501-1000 TL	186	3,2137	,55297			
	1001-3000 TL*	150	3,0600	,62571			
	3000 TL Üzeri	51	3,3235	,68610			
	Total	906	3,2144	,59153			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	1-250 TL	348	3,1925	,75558	1,628	0,165	H ₇ h: Ret
	251-500 TL	171	3,1404	,90953			
	501-1000 TL	186	3,0484	,79604			
	1001-3000 TL	150	3,1933	,75408			
	3000 TL Üzeri	51	3,3137	,77003			
	Total	906	3,1600	,79672			

*Katılımcıların finansal yatırım tercihlerinin finansal yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları paya göre farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₇: Bireysel yatırımcıların yatırımları için bütçelerinde ayırdıkları pay ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi, duygusal eğilim, akla geliş kolaylığı eğilimi ve aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle bütçeden ayrılan payın finansal davranışlarda önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 27’de da görüldüğü gibi yapılan analiz neticesinde bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları payın finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır (F=12,686; p=0,000<0.05). Bütçesinden 3000 TL ve üzeri pay ayıran bireylerin diğer gruplara göre bu eğilim düzeyleri yüksektir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların bütçeden ayırdıkları paya göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7a} hipotezi kabul edilmiştir. Yine 3000 TL ve üzeri pay ayıran bireylerin aşırı güven eğilimi gösterdiği tespit edilmiştir (F=9,715; p=0,000<0.05) Bu bulgular doğrultusunda bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları paya finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi vardır yönündeki H_{6b} hipotezi kabul edilmiştir. Özellikle bütçelerinden 251-500 TL pay ayıran bireylerin pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterdikleri bir diğer sonuçtur (F=8,286; p=0,000<0.05). Bu nedenle bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları paya göre göre finansal yatırım kararlarında

pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7c} hipotezi kabul edilmiştir.

Bütçeden ayrılan pay ile finansal yatırım kararları arasında sosyal eğilim açısından anlamlı bir ilişki yoktur ($F=3,038$; $p=0,017>0.05$). Bireysel yatırımcıların bütçeden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında sosyal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7d} hipotezi reddedilmiştir. Ancak bütçeden ayrılan pay değişkeni ile duygusal eğilim arasında anlamlı bir ilişki vardır ($F=3,553$; $p=0.007<0,05$). 251-500 TL arası pay ayıranların duygusal eğilim düzeyleri yüksek çıkmıştır. Bireysel yatırımcıların bütçeden ayrılan pay değişkeni ile finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7e} hipotezi kabul edilmiştir. Bütçeden ayrılan pay ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=4,986$; $p=0,001<0.05$). Özellikle bütçelerinden 3000 TL ve üzeri pay ayıranların bu eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7f} hipotezi kabul edilmiştir.

Bireylerin yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları pay ile bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim arasında anlamlı bir ilişki vardır ($F=6,596$; $p=0,000<0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki hipotez H_{7g} kabul edilmiştir. Ancak bütçeden ayrılan payın aşırı iyimserlik eğilimi ile arasında anlamlı bir ilişki yoktur ($F=1,628$; $p=0,165>0.05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların bütçelerinden ayırdıkları pay değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{7h} hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 28. Katılımcıların Portföylerindeki Yatırım Araçları Sayısına Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	1 Tane*	489	3,2761	,62419	12,463	0,000	H _{8a} :Kabul
	2 Tane*	261	3,4414	,60470			
	3 Tane**	75	3,6480	,61410			
	4 Tane**	12	4,0500	,80057			
	5 Tane ve üzeri**	12	3,8000	,60902			
	Total	849	3,3781	,63635			
Aşırı Güven Eğilimi	1 Tane*	489	3,1374	,67903	4,526	0,001	H _{8b} :Kabul
	2 Tane*	261	3,1632	,53711			
	3 Tane**	75	3,4560	,64057			
	4 Tane	12	3,1500	,54020			
	5 Tane ve üzeri	12	3,4000	,66058			
	Total	849	3,1774	,63844			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	1 Tane*	489	3,4528	,64763	5,713	0,000	H _{8c} : Kabul
	2 Tane**	261	3,6276	,58218			
	3 Tane	75	3,4160	,56354			
	4 Tane	12	3,9000	,81575			
	5 Tane ve üzeri**	12	3,8500	1,00589			
	Total	849	3,5152	,63674			
Sosyal Eğilim	1 Tane*	489	3,3052	,63154	5,814	0,000	H _{8d} : Kabul
	2 Tane**	261	3,4368	,59592			
	3 Tane**	75	3,5500	,59132			
	4 Tane	12	3,6875	,93008			
	5 Tane ve üzeri	12	3,8125	,89268			
	Total	849	3,3799	,63343			
Duygusal Eğilim	1 Tane	489	3,0908	,61984	1,766	0,134	H _{8e} : Ret
	2 Tane	261	3,1172	,64203			
	3 Tane	75	3,1600	,70443			
	4 Tane	12	2,6500	,09045			
	5 Tane ve üzeri	12	3,1500	,90303			
	Total	849	3,0996	,63626			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	1 Tane	489	2,9540	,61627	5,931	0,110	H _{8f} : Ret
	2 Tane	261	2,9770	,62937			
	3 Tane	75	3,1400	,67188			
	4 Tane	12	2,6875	,28455			
	5 Tane ve üzeri	12	3,6875	,81272			
	Total	849	2,9841	,63242			

Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	1 Tane	489	3,1396	,63037	2,911	0,121	H _{8g} : Ret
	2 Tane	261	3,2471	,61060			
	3 Tane	75	3,2700	,52755			
	4 Tane	12	3,5000	,36927			
	5 Tane ve üzeri	12	3,4375	,94823			
	Total	849	3,1935	,62125			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	1 Tane	489	3,1759	,81676	1,760	0,135	H _{8h} : Ret
	2 Tane	261	3,1724	,76437			
	3 Tane	75	3,3067	,83784			
	4 Tane	12	2,7500	1,50504			
	5 Tane ve üzeri	12	3,5000	,57735			
	Total	849	3,1849	,81454			

*Katılımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı ile finansal karar verme eğilimleri arasındaki farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₈: Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım araçları sayısı ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi ve sosyal eğilim arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle bütçeden ayrılan payın finansal davranışlarda önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 28’de de görüldüğü üzere bireysel yatırımcıların portföylerinde buldukları araç sayısının finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır (F=12,463; p=0,000<0.05). Portföyünde 3 tane ile 5 ve üzeri araç bulduranların bu eğilim düzeyleri yüksektir. Bu nedenle bireysel yatırımcıların portföylerinde buldukları araç sayısına göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{8a} hipotezi kabul edilmiştir. Buna paralel portföyünde 3 tane araç bulduranların da aşırı güven eğilimi gösterdikleri görülmüştür (F=4,526; p=0,001<0.05) Bu bulgular doğrultusunda bireysel yatırımcıların portföylerinde araç sayısına değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi vardır yönündeki H_{8b} hipotezi kabul edilmiştir.

Portföyünde 2 ile 5 ve üzeri araç bulunan yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterdikleri bir diğer sonuçtur (F=5,713; p=0,000<0.05). Bu nedenle bireysel yatırımcıların portföylerinde buldukları araç sayısına göre finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır

yönündeki H_{8c} hipotezi kabul edilmiştir. Yatırımcıların portföylerindeki yatırım aracı sayısı ile finansal yatırım kararları arasında sosyal eğilim açısından anlamlı bir ilişki vardır (F=5,814; p=0,000<0.05). Porföyünde 2 ile 3 araç bulduran bireyler bu eğilimi göstermişlerdir. Bireysel yatırımcıların portföylerindeki araç sayısı değişkeni ile finansal karar alma eğilimlerinden sosyal eğilim arasında anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{8d} hipotezi kabul edilmiştir.

Ancak portföylerindeki araç sayısı değişkeni ile duygusal eğilim arasında anlamlı bir ilişki yoktur (F=1,776; p=0.134>0,05). Bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım aracı sayısı ile finansal yatırım kararlarında duygusal eğilim açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{8e} hipotezi reddedilmiştir. Yine buna paralel olarak bireylerin portföylerindeki yatırım aracı sayısının finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık olmadığı da tespit edilmiştir (F=5,931; p=0,110>0.05). Bu yüzden bireysel yatırımcıların portföylerindeki yatırım aracı sayısı değişkeni ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{8f} hipotezi reddedilmiştir. H_{8g} hipotezi ilgili parametrelerin anlamlı bulunmaması üzerine (F=2,911; p=0,121>0.05) reddedilmiştir. Aşırı iyimserlik eğilimin incelendiği H_{8h} hipotezi de analiz sonuçları neticesinde (F=1,760; p=0,135>0.05) reddedilmiştir.

Tablo 29. Katılımcıların Finansal Piyasalardaki Gelişmeleri Takip Etme Sıklıklarına Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	İzlemiyorum*	402	3,1955	,64702	28,413	0,000	H _{9a} : Kabul
	Her Gün**	204	3,7088	,60386			
	Haftalık*	189	3,4730	,41406			
	Aylık*	165	3,2182	,63123			
	Yıllık*	27	3,3556	,84185			
	Total	987	3,3629	,63639			
Aşırı Güven Eğilimi	İzlemiyorum*	402	3,0507	,71018	8,735	0,000	H _{9b} : Kabul
	Her Gün**	204	3,3559	,63759			
	Haftalık**	189	3,2476	,49600			
	Aylık*	165	3,1345	,54512			
	Yıllık	27	3,2000	,82088			
	Total	987	3,1696	,64595			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	İzlemiyorum	402	3,4672	,63510	2,552	0,078	H _{9c} : Ret
	Her Gün	204	3,5441	,66660			
	Haftalık	189	3,4952	,62894			

	Aylık	165	3,4218	,55393			
	Yıllık	27	3,8000	,97980			
	Total	987	3,4900	,64151			
Sosyal Eğilim	İzlemiyorum*	402	3,3284	,66256	10,269	0,000	H _{9d} : Kabul
	Her Gün**	204	3,5478	,64793			
	Haftalık*	189	3,3611	,56630			
	Aylık*	165	3,1682	,60307			
	Yıllık	27	3,6944	,82139			
	Total	987	3,3632	,64908			
Duygusal Eğilim	İzlemiyorum*	402	3,0657	,65634	9,679	0,000	H _{9e} : Kabul
	Her Gün**	204	3,3088	,69913			
	Haftalık*	189	2,9905	,47458			
	Aylık*	165	3,0582	,49976			
	Yıllık	27	3,4444	,99279			
	Total	987	3,1106	,63367			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	İzlemiyorum*	402	2,9590	,61784	8,277	0,000	H _{9f} : Kabul
	Her Gün**	204	3,1250	,69901			
	Haftalık*	189	2,9405	,53727			
	Aylık*	165	2,8591	,56733			
	Yıllık	27	3,4444	,98140			
	Total	987	2,9863	,63479			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	İzlemiyorum	402	3,1343	,61440	2,510	0,060	H _{9g} : Ret
	Her Gün	204	3,2426	,69831			
	Haftalık	189	3,2659	,57866			
	Aylık	165	3,1545	,49807			
	Yıllık	27	3,3611	1,01984			
	Total	987	3,1915	,62482			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	İzlemiyorum*	402	3,1169	,80031	6,118	0,000	H _{9h} : Kabul
	Her Gün**	204	3,3088	,84868			
	Haftalık**	189	3,3280	,68544			
	Aylık/	165	2,9879	,79624			
	Yıllık/	27	3,0370	1,17063			
	Total	987	3,1733	,80987			

*Katılımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklıkları ile finansal karar verme eğilimleri arasındaki farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₉: Bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklıkları ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, sosyal eğilim, duygusal eğilim akla geliş kolaylığı eğilimi ve aşırı iyimserlik

eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklığının finansal davranışlarda önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 29'da da görüldüğü üzere finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklığının finansal kararlarda etkili olduğu görülmüştür ($F=28,413$; $p=0,000<0.05$). Finansal piyasalardaki gelişmeleri her gün izlediğini belirten katılımcıların temsil etme eğilimi düzeyleri diğer katılımcılardan yüksek bulunmuştur. Bu nedenle bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme değişkenine göre finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{9a} hipotezi kabul edilmiştir. Bununla birlikte ($F=8,735$; $p=0,000<0.05$) istatistikî verileri ışığında, bireysel yatırımcıların finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklığının finansal yatırım kararlarından aşırı güven eğilimi açısından anlamlı bir ilişkisi olduğudur. Buna istinaden H_{9b} hipotezi kabul edilmiştir. Finansal piyasaların takip sıklığının pişmanlıktan kaçınma eğilimi ile ilgisi yoktur ($F=2,552$; $p=0,078>0.05$) ve H_{9c} hipotezi reddedilmiştir.

Finansal piyasalardaki gelişmeleri her gün izleyenlerin sosyal eğilim düzeylerinde ($F=10,269$; $p=0,000<0.05$), duygusal eğilim düzeylerinde ($F=9,679$; $p=0.000<0,05$) ve akla geliş kolaylığı eğilimi düzeylerinde ($F=8,277$; $p=0.000<0,05$) anlamlı farklılıklar vardır. Bu sonuçlar neticesinde H_{9d} , H_{9e} ve H_{9f} hipotezleri kabul edilmiştir.

Finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etme sıklığının bilgi ve iletişim kaynaklı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık yoktur ($F=2,510$; $p=0,060>0.05$). H_{9g} hipotezi reddedilmiştir. H_{9h} hipotezi, finansal gelişmeleri hergün ve haftalık izleyen katılımcıların aşırı iyimserlik eğilimlerinin yüksek olması neticesinde kabul edilmiştir ($F=6,118$; $p=0,000<0.05$).

Tablo 30. Katılımcıların Finansal Yatırım Araçlarına Yatırım Yapma Sürelerine Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	0-1 Yıl*	411	3,3314	,61133	3,158	0,014	H_{10a}:Kabul
	2-5 Yıl	267	3,4112	,60476			
	6-10 Yıl	126	3,4429	,57722			
	11-20 Yıl	72	3,4083	,57108			
	21 Yıl ve Üzeri**	33	3,6727	,55637			
	Total	909	3,3888	,60264			
Aşırı Güven Eğilimi	0-1 Yıl	411	3,2394	,62384	2,512	0,072	H _{10b} : Ret
	2-5 Yıl	267	3,1596	,55968			
	6-10 Yıl	126	3,1667	,60544			
	11-20 Yıl	72	3,0917	,51341			
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,4182	,77679			
	Total	909	3,2007	,60319			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	0-1 Yıl*	411	3,4234	,59366	8,904	0,000	H_{10c}:Kabul
	2-5 Yıl*	267	3,5596	,56927			
	6-10 Yıl*	126	3,5048	,70278			
	11-20 Yıl**	72	3,7667	,55054			
	21 Yıl ve Üzeri**	33	3,8727	,56307			
	Total	909	3,5182	,60910			
Sosyal Eğilim	0-1 Yıl	411	3,3431	,63655	1,937	0,102	H _{10d} : Ret
	2-5 Yıl	267	3,4494	,55333			
	6-10 Yıl	126	3,3810	,67581			
	11-20 Yıl	72	3,2708	,64151			
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,4773	,75354			
	Total	909	3,3787	,62533			
Duygusal Eğilim	0-1 Yıl	411	3,1109	,62105	1,471	0,209	H _{10e} : Kabul
	2-5 Yıl	267	3,1146	,54142			
	6-10 Yıl	126	3,1429	,57847			
	11-20 Yıl	72	2,9917	,70606			
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,2909	,93018			
	Total	909	3,1135	,61483			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	0-1 Yıl	411	3,0109	,59176	2,998	0,018	H_{10f}:Kabul
	2-5 Yıl*	267	2,9466	,58587			
	6-10 Yıl**	126	3,1429	,57221			
	11-20 Yıl**	72	2,8854	,73391			
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,0682	,85301			
	Total	909	3,0025	,61355			
Bilgi ve İletişim	0-1 Yıl*	411	3,1788	,61308	7,778	0,000	H_{10g}:Kabul
	2-5 Yıl*	267	3,1966	,57860			

Kaynaklı Eğilim	6-10 Yıl*	126	3,3155	,57981			
	11-20 Yıl*	72	3,0313	,48378			
	21 Yıl ve Üzeri**	33	3,6591	,61498			
	Total	909	3,2087	,59800			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	0-1 Yıl	411	3,2019	,82773	1,768	0,133	H _{10h} :Ret
	2-5 Yıl	267	3,1873	,79149			
	6-10 Yıl	126	3,1667	,67032			
	11-20 Yıl	72	3,0833	,76453			
	21 Yıl ve Üzeri	33	3,5152	,78214			
	Total	909	3,1947	,79175			

*Katılımcıların finansal araçlara yatırım yapma süreleri ile finansal karar verme eğilimleri arasındaki farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₁₀: Bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, pişmanlıktan kaçınma eğilimi, akla geliş kolaylığı eğilimi ve bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle yatırımcıların ne kadar süredir yatırım yaptıklarının finansal davranışlarda önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 30'da da görüldüğü üzere 21 yıldan uzun süredir yatırım yapan bireylerin finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır (F=3,158; p=0,014<0.05). H_{10a} hipotezi kabul edilmiştir. Yatırımcıların yatırım yapma sürelerinin aşığı güven eğilimi ile anlamlı bir ilişkisi yoktur (F=2,512; p=0,072>0.05) Bu bulgular doğrultusunda bireysel yatırımcıların yatırım araçlarına yatırım yapma süreleri değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi vardır yönündeki H_{10b} hipotezi reddedilmiştir.

11 yıldan daha uzun süredir yatırım yapanların pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir (F=8,904; p=0,000<0.05). Bu nedenle bireysel yatırımcıların yatırım araçlarına yatırım yapma sürelerinin finansal yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{10c} hipotezi kabul edilmiştir. Finansal yatırım araçlarına yatırım yapma sürelerinin finansal yatırım kararlarında etkili olan hem sosyal eğilim hem de duygusal eğilim ile anlamlı bir ilişkisi yoktur. H_{10d} hipotezi (F=1,937; p=0,102>0.05) bulgularına istinaden ve H_{10e} hipotezi (F=1,471; p=0,209>0.05) bulgularına istinaden reddedilmiştir.

6-20 yıl aralığı süresinde yatırım araçlarına yatırım yapan bireyler ile finansal yatırım kararlarından akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık vardır ($F=2,998$; $p=0,018<0.05$). Bu yüzden bireysel yatırımcıların yatırım yapma süreleri değişkeni ile finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{10f} hipotezi kabul edilmiştir. H_{10g} hipotezi, ilgili parametrelerin anlamlı bulunması üzerine ($F=7,778$; $p=0,000<0.05$) kabul edilmiştir. 21 yıldan uzun süredir finansal yatırım araçlarına yatırım yapanların bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim düzeyleri diğer yatırımcılardan yüksek bulunmuştur. Aşırı iyimserlik eğilimin incelendiği H_{10h} hipotezi de analizler neticesinde ($F=1,760$; $p=0,135>0.05$) reddedilmiştir.

Tablo 31. Katılımcıların Yatırımlarındaki Kar/Zarar Durumunu Takip Etme Sıklıklarına Göre Farklılık Analizi*

		N	Ort.	Std.Sapma	F	Sig.p.	Hipotezler
Temsil Etme Eğilimi	İzlemiyorum*	348	3,1793	,59181	14,886	0,000	H _{11a} :Kabul
	Her Gün**	147	3,5918	,67717			
	Haftalık**	159	3,4528	,45809			
	Aylık**	231	3,4078	,57281			
	Yıllık**	78	3,3692	,75046			
	Total	963	3,3576	,61312			
Aşırı Güven Eğilimi	İzlemiyorum*	348	3,0414	,67539	8,557	0,000	H _{11b} :Kabul
	Her Gün**	147	3,2980	,60698			
	Haftalık**	159	3,3396	,53094			
	Aylık	231	3,1792	,53430			
	Yıllık	78	3,1231	,71730			
	Total	963	3,1695	,62420			
Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	İzlemiyorum	348	3,4121	,60619	2,302	0,057	H _{11c} : Ret
	Her Gün	147	3,5755	,59812			
	Haftalık	159	3,4943	,62554			
	Aylık	231	3,5221	,58695			
	Yıllık	78	3,5385	,83887			
	Total	963	3,4872	,62733			
Sosyal Eğilim	İzlemiyorum	348	3,3017	,62936	2,387	0,051	H _{11d} : Ret
	Her Gün	147	3,4898	,64894			
	Haftalık	159	3,3255	,57144			
	Aylık	231	3,3636	,61839			
	Yıllık	78	3,3269	,79804			
	Total	963	3,3512	,63784			
Duygusal Eğilim	İzlemiyorum*	348	3,0448	,58161	2,633	0,033	H _{11e} :Kabul
	Her Gün**	147	3,2327	,60998			

	Haftalık	159	3,0717	,57820			
	Aylık	231	3,1169	,58623			
	Yıllık	78	3,1231	,79950			
	Total	963	3,1016	,60890			
Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi	İzlemiyorum	348	2,9741	,58009	3,385	0,009	H _{11f} :Kabul
	Her Gün**	147	3,1327	,59558			
	Haftalık*	159	2,8915	,62105			
	Aylık*	231	2,9513	,61508			
	Yıllık	78	2,9231	,76054			
	Total	963	2,9751	,61694			
Bilgi ve İletişim Kaynaklı Eğilim	İzlemiyorum**	348	3,0797	,57843	5,062	0,000	H _{11g} :Kabul
	Her Gün*	147	3,3214	,70225			
	Haftalık	159	3,1934	,57776			
	Aylık*	231	3,2370	,45843			
	Yıllık	78	3,1923	,82663			
	Total	963	3,1822	,60233			
Aşırı İyimserlik Eğilimi	İzlemiyorum*	348	3,0833	,74369	7,777	0,000	H _{11h} :Kabul
	Her Gün**	147	3,4218	,67835			
	Haftalık**	159	3,3208	,78208			
	Aylık*	231	3,0649	,85979			
	Yıllık*	78	3,0513	,91969			
	Total	963	3,1672	,79636			

*Katılımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme sıklıkları ile finansal karar verme eğilimleri arasındaki farklılık analizi Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) ile değerlendirilmiştir (Sig.p.<0,05). Yapılan analiz neticesinde elde edilen farklılıkların kaynaklarının tespit edilmesine yönelik Post-Hoc (Tukey Testi) kullanılmıştır.

H₁₁: Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme sıklıkları ile finansal karar verme eğilimlerinden temsil etme eğilimi, aşırı güven eğilimi, duygusal eğilim, akla geliş kolaylığı eğilimi, bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim ve aşırı iyimserlik eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu nedenle yatırımlardaki kar/zarar durumunu takip etme sıklığının finansal davranışlarda önemli bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür. İlgili hipoteze ait alt hipotezler, her bir finansal davranışa ilişkin detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 31’de de görüldüğü üzere yatırımlarındaki kar/zarar durumunu düzenli bir şekilde sürekli takip tüm bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararlarında temsil etme eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır (F=14,886; p=0,000<0.05). Bu nedenle H_{11a} hipotezi kabul edilmiştir. Buna paralel yatırımlarındaki kar/zarar durumunu her gün ve haftalık izleyenlerin aşırı güven eğilimi gösterdikleri görülmüştür (F=8,557; p=0,000<0.05). Bu bulgular doğrultusunda bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki

kar/zarar durumunu takip etme sıklığı değişkenine göre finansal yatırım kararlarında aşırı güven eğilimi vardır yönündeki H_{11b} hipotezi kabul edilmiştir.

Kar/zarar durumunu takip eden bireysel yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimi göstermedikleri görülmüştür ($F=2,302$; $p=0,057>0.05$). Bu nedenle H_{11c} hipotezi reddedilmiştir. Yatırımcıların kar/zarar durumunu takip etme sıklığı ile sosyal eğilim arasında bir bağıntı yoktur ($F=2,387$; $p=0,051>0.05$). Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme sıklığı değişkeni ile finansal karar alma eğilimlerinden sosyal eğilim arasında anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{11d} hipotezi reddedilmiştir. Yatırımlarındaki kar/zararı her gün takip edenlerin duygusal eğilim gösterdikleri tespit edilmiştir ($F=2,633$; $p=0.033<0,05$). Bu yöndeki H_{11e} hipotezi kabul edilmiştir.

Yine buna paralel olarak yatırımlarındaki kar/zarar durumunu her gün izleyen yatırımcıların finansal yatırım kararlarında akla geliş kolaylığı eğilimi açısından anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir ($F=3,385$; $p=0,009<0.05$). Bu yüzden H_{11f} hipotezi kabul edilmiştir. Yatırımlarındaki kar/zarar durumunu hiç izlemediğini beliren yatırımcılar ile finansal yatırım kararlarından bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim arasında anlamlı bir farklılık vardır yönündeki H_{11g} hipotezi kabul edilmiştir ($F=5,062$; $p=0,000<0.05$). Yatırımlarındaki kar/zarar durumunu her gün ve haftalık izleyenlerin de aşırı iyimserlik eğilimi gösterdikleri görülmüştür. Bireysel yatırımcıların yatırımlarındaki kar/zarar durumunu takip etme sıklığının finansal yatırım kararlarında aşırı iyimserlik eğilimi açısından anlamlı farklılık vardır yönündeki H_{11h} hipotezi kabul edilmiştir ($F=7,777$; $p=0,000<0.05$).

SONUÇ

Bireysel yatırımcıların yatırım kararları, geleneksel finans teorileri ile açıklanamayacak kadar karmaşıktır. Geleneksel finans teorileri, yatırımcıları her ne kadar rasyonel bir varlık olarak tanımlasa da, psikoloji bilimi bireylerin yaşamın her alanında olduğu gibi finansal yatırım kararlarını verirken de çeşitli önyargıların etkisinde kalarak farklı davranışlar sergilediklerini ortaya koymuştur.

Çalışmanın ilk bölümünde geleneksel finans teorileri ile davranışsal finans teorilerine yer verilirken, ilerleyen bölümlerde insanların yatırım kararlarında hangi psikolojik önyargıların etkisinde kaldıklarına ve ne tür yatırım araçlarını kullandıklarına değinilmiştir. Son bölümde yer alan saha çalışması ile bireysel yatırımcıların finansal yatırım tercihlerinde hangi önyargılardan etkilendikleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

En büyük amaçları daha fazla kazanç isteği, sürekli gelir isteği ve sermayeyi koruma arzusu olan yatırımcılar, en çok altını, ardı sıra da yerli para mevduatını ve döviz mevduatını tercih etmişlerdir. Yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun bu üç yatırım aracında yoğunlaşmaları ve diğer yatırım araçlarını tercih etmemeleri, bu konudaki bilgi eksikliklerini gözler önüne sermektedir. Portföy çeşitlendirmesi yapamayan yatırımcılara, yatırım araçlarını hakkında bilgilendirici eğitimler düzenlemek gereklidir.

Bireysel yatırımcılar, yatırımlarını genel olarak internet, gazete ve televizyondan elde ettikleri bilgiler ve yapmış oldukları kendi değerlendirmeleri sonucu gerçekleştirmektedirler. Sosyal medyayı aktif olarak kullanan yatırımcılar için, özellikle internet sayfalarında dikkat çekici finans reklamları yer almalı, bu reklamlar kolay anlaşılır bir dilde olmalıdır.

Çalışma verilerine göre temsil etme eğilimi, gelir durumu günümüz şartlarına göre yüksek olan ve kazançlarının iyi bir bölümünü yatırım için ayırabilen bireylerde görülmüştür. Bu kişilerin küçük sayılar yasasındaki gibi, büyük bir evreni küçük bir örneklemin temsil ettiğini düşünmeleri, ayrıca son yıllarda kazandıran fonların ileriki yıllarda da kazandıracaklarını düşünmeleri, onları bu psikolojik önyargıya yönlendirmiştir. Ancak bu düşünce ile yatırımcıların daha çok kazandığını kanıtlayan istatistiksel bir veri bulunmamaktadır. Bu eğilimi gösteren kişilerin özellikle serbest çalışan ve özel sektörde ücretli çalışan olmaları, onların diğer sektörlerde çalışanlara oranla daha çok piyasanın içinde olduklarını düşündürmektedir.

Öncelikle finansal piyasalardaki gelişmelerin izlenmesi, sürpriz yapma olasılığı olan yatırım araçlarının takibi ve yatırım alternatiflerinin risk ve getirilerinin doğru analiz edilebilmesi, yatırımcıların finansal okuryazarlıklarının artırılmasıyla mümkün olacaktır.

Çalışmada elde ettiğimiz veriler, aşırı güven eğilimi gösteren yatırımcıların, günümüz şartlarına göre az gelirliliği, eğitim seviyeleri düşük ve orta yaşlı kesimde görüldüğünü göstermektedir. Bu eğilimi gösteren kişilerin yatırım kararlarını, eğitilmiş olmaları değil, sağduyuları yönlendirmektedir. Bu nedenle, yatırımlarından kazanç elde ettiklerinde bunu kendi kişisel yeteneklerine bağlayan, kayıp yaşadıklarında da bunu kötü şans olarak nitelendiren bu düşük gelirliliği kişilere, devlet katkılı bireysel emeklilik gibi yatırımları yapmaları için teşvikte bulunmak yerinde olacaktır.

Pişmanlıktan kaçınan yatırımcılar, genel olarak orta yaşlı ve serbest çalışanlardan oluşmaktadır. Yatırım için fazla bütçe ayırmayan bu yatırımcıların riskten kaçındıkları için portföy çeşitlendirmesine gittiklerini gözlenmektedir. Portföy çeşitlendirmesi, riski minimize etmek için iyi bir tercih olsa da, tek başına yeterli değildir. Pişmanlıktan kaçınan yatırımcıların özgüven geliştirebilmeleri için kişisel gelişim eğitimleri ile desteklenmesi gerekmektedir.

Yatırımlarını sosyal eğilim ile yapan yatırımcılar, genel olarak orta yaşın üzerindeki kişilerden oluşmaktadır. Bu kişilerin yaşları gereği pek çok sosyal ortamda bulunmaları, arkadaş tavsiyesi diyebileceğimiz bilgi kanalı ile yatırımlarını yapmalarına neden olmaktadır. Aynı zamanda sürüye uymak, ileri yaşlardaki bireyler için işin kolayına kaçmak anlamına gelmektedir. Bu nedenle yalnızca yatırımcıyı değil, yatırımcının arkadaşını da eğitmek gerekir. Sosyal medya ile özellikle bu eğilimi gösteren yatırımcılara ulaşmak ve onların kamu spotu gibi dikkat çekici yayınlarla finansal farkındalıklarını arttırmak mümkün olacaktır.

Duygusal eğilim, özellikle ev hanımı yatırımcıların göstermiş olduğu bir psikolojik önyargı olarak karşımıza çıkmaktadır. Duygusal eğilimli yatırımcı, belirsizlikten, hayal kırıklığından ve pişmanlıktan kaçındığı için en iyi bildiği yatırım aracını seçmekte ve portföyünde çeşitlendirme yapmamaktadır. Bu nedenle bu eğilimi gösteren yatırımcılar için yatırım araçlarının neler olduğu ve risk azaltmada portföy çeşitlendirmenin önemine ilişkin, yine sosyal medya aracılığıyla yayınlar yapmak gerekmektedir.

Çalışma ile akla geliş kolaylığı eğilimi (mevcudiyet eğilimi) gösterenlerin, kamu ya da özel sektörde ücretli çalışan ve orta gelir düzeyine sahip kişiler olduğunu

göstermektedir. Bu eğilimi gösteren yatırımcıların iş çevrelerinden, arkadaşlarından ya da reklamlardan etkilenecek, yatırım seçeneklerini, sık karşılaştıkları ve akıllarında kolayca yer eden seçenektan yana kullanmaları gayet olağandır. Bu nedenle, şirketler ya da kurumlar, yatırım araçları ve finansal okuryazarlık ile ilgili eğitimler vererek çalışanlarının rasyonel karar verme yeteneklerini geliştirmelidir.

Bilgi ve iletişim kaynaklı eğilim (bilişsel eğilimler), araştırma verilerine göre, özellikle finans piyasalarını yakından takip etmelerine rağmen, edindikleri bilgileri zihinsel kestirme yollarla doğru yorumlayamayan yatırımcılarda görülmüştür. Bu eğilimi gösteren yatırımcılara finansal okuryazarlık eğitimi verilerek, kullandıkları bu kestirme yollarla yanlış değerlendirme yapmalarının önüne geçilmeli ve hata yapmaları engellenmelidir.

Yaptığımız çalışma verileri, aşırı iyimserlik eğiliminin düşük sosyo-ekonomik yapıya sahip ve kalabalık ailelerde görüldüğünü göstermiştir. Aşırı iyimser yatırımcılar, finansal yatırımları ile geleceğe dair tahminlerinde ortalamanın üzerinde beklentiye girmektedirler. Yaşanabilecek hayal kırıklıklarının önüne geçmek için bu düşük gelirli yatırımcı grubuna, devlet katkılı bireysel emeklilik gibi yatırım araçlarını kullanmaları için teşvikte bulunulmalı ve finansal farkındalık yaratmak için eğitimler verilmelidir.

Araştırma sonuçlarından yola çıkarak bireysel yatırımcıları yatırımlarında rasyonelliğe yönlendirecek önerileri, aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Devlet, yatırım araçlarının ne olduğu ile ilgili, herkesin anlayacağı düzeyde kamu spotları oluşturarak, bunun herkese ulaşabilmesi için televizyonlarda, gazete ve dergilerde yayınlamalıdır.
- Yatırım yapmak için önce tasarruf etme bilinci oluşturulmalıdır. Bunun için eğitim çocukken başlamalı, bankaların kumbara hesaplarını daha cazip hale getirmek için, bu hesaplardaki bakiyeler belirli seviyelere geldiğinde çocuklar hediyeler ile ödüllendirilerek heveslendirilmelidir.
- Devlet, finansal okuryazarlık eğitimini, henüz okumakta olan üniversite öğrencilerine ders olarak vermelidir. Bu sayede gençler iş hayatına atıldıklarında nasıl yatırım yapacaklarını biliyor olacaklardır.

- Finansal danışmanlık şirketleri, özellikle internet aracılığıyla hizmet veren kuruluşlar sosyal medya aracılığıyla finansal farkındalık yaratmak için eğitimler vermelidir.
- Sosyal medyada yer alan sitelerin yayınladıkları reklamlarda finansal bilgilere de yer verilmelidir. Bu reklamlar göze hitap eden, dikkat çekici ve herkesin anlayabildiği bir şekilde olmalıdır.
- Kamu ve özel şirketler, bünyelerinde çalışan kişiler için yatırım araçları ve finansal okuryazarlık eğitimlerini hizmet içi eğitim kapsamına almalıdır.
- Devlet, özellikle az gelir düzeyine sahip insanları tasarrufa teşvik etmek için bireysel emeklilik sistemindeki devlet katkısını arttırarak cazip hale getirmelidir.
- Yatırımlarında risk almak istemeyen yatırımcılara, portföy çeşitlendirmesi ile risklerin nasıl azaltabilecekleri anlatılmalıdır.
- Bireysel yatırımcılara kişisel gelişim seminerleri vererek, kendilerini tanımaları, duygu ve düşüncelerini kontrol altında tutabilmelerinin yolları öğretilmelidir.
- Davranışsal finans alanında daha çok çalışma yapılarak yatırımcı davranışları izlenmeli ve elde edilen bilgiler yalnızca akademik amaçla kalmamalı, yatırımcılar ile paylaşılarak onlara ayna tutulmalıdır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

BESLEY Scott, BRİGHAM Eugene F., Principle Of Finance, Cengage Learning, 6. Edition, Canada, Oct. 2014

BRİGHAM Eugene F., HOUSTON Joel F., Fundamentals of Financial Management, South-Western Cengage Learning, 13th edt., Ohio, USA, 2013

DÖM Serpil, Yatırımcı Psikolojisi, Değişim Yayınları, 2003, İstanbul

GAZEL Sümeyra, Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara, 2016

KARAN Mehmet Baha, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, 4. Baskı, Ankara, 2013

KIYILAR Murat, AKKAYA Murat, Davranışsal Finans, Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2016

ORÇUN Çağatay, Bireysel Yatırımcı Ne İster?, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Bursa, 2016

ÖZEROL Hakan, Saçmalama, Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz, Elma Yayınevi, 2. Baskı, Ankara, 2011

PETERSON Richard L., Karar Anı, Çev.: Canan Feyyat, Scala Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2012

POMPIAN Michael M., Behavioral Finance and Wealth Management, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2006

SANCAK Ethem, Bireysel Finans, Scala Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2016

SLOVİC Paul, Fundamentals of Risk Analysis and Risk Management, Ed. Vlasta Molak, CRC Press, Inc., Ohio/USA, 1997

TUFAN Ekrem, Davranışsal Finans, İmaj Yayınevi, 1. Baskı, Ankara, 2008

MAKALELER

AKSOY Tolga, ŞAHİN Işıl, “Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar”, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2009/7, Ankara

ANBAR Adem, EKER Melek, “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Zonguldak, Cilt.5, Sayı.9, 2009

ANSARİ Valeed Ahmad, “Behavioral Finance: A Review, SCMS Journal of Indian Management”, October-December 2006, Vol.3, No.4

ARİEL Robert A., “High Stock Returns Before Holidays: Existence And Evidence On Possible Causes”, The Journal Of Finance, Vol.45, No.5, December 1990

BARAK Osman, “İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi Ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No.10/1, Ankara

BARBER Brad M., ODEAN Terrance, “Trading Is Hazardous To Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, The Journal Of Finance, Vol.55, No.2, April 2000

BARBERİS Nicholas, SHLEİFER Andrei, VİSHNY Robert, “A Model Of Investor Sentiment”, Journal Of Financial Economics 49, 1998

BARBERİS Nicholas, XİONG Wei, “What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation”, The Journal of Finance, Vol.64, No.2, April 2009

BELL David E., “Disappointment İn Decision Making Under Uncertainty, Operations Research”, Vol.33, Issue.1, 1985

BİKHCHANDANİ Sushil, HİRSHLEİFER David, WELCH Ivo, “A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades”, The Journal of Political Economy, Vol.100, No.5, Oct. 1992

CAMERER Colin, “Behavioral Economics: Reunifying Psychology and Economics”, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, USA, Vol.96, No.19, 1999

COŞKUN Yener, “Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri”, Business and Economics Research Journal, Volume 3, Number 1, 2012

DANIEL Kent, HIRSHLEIFER David, SUBRAHMANYAM Avanidhar, "Investor Psychology and Security Market Under- And Overreactions", The Journal Of Finance, Vol. 53, No. 6, Dec. 1998

ERDOĞAN Muammer, ELMAS Bekir, "Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma", Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:14, Sayı:2, Erzurum, 2010

FAMA Eugene F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, Vol.25, No.2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, USA, May 1970

FİSCHOFF Baruch, "Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty", Journal of Experimentall Psychology, Vol.1, 1975

FRENCH Kenneth R, "Stock Returns And The Weekend Effect", Journal Of Financial Economics, No.8, 1980

GÜLTEKİN Mustafa N., GÜLTEKİN N. Bülent, "Stock Market Seasonality, International Evidence", Journal of Financial Economics, Vol.12, North-Holland, 1983

GÜLTEKİN Özge Elmastaş, HAYAT Elvan Aktürk, "Altın Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Var Modeli İle Analizi: 2005-2015 Dönemi", Ege Akademik Bakış, Cilt 16, Sayı 4, Ekim 2016, İzmir

HİRSHLEIFER David, "Investor Psychology and Asset Pricing", Journal of Finance, Vol.56, No.4

HONG Harrison, STEİN Jeremy C., "A Unified Theory Of Underreaction Momentum Trading And Overaction İn Asset Markets", Journal Of Finance, Vol:54, No:6, 1999

KAHNEMAN Daniel, TVERSKY Amos, "Prospect Theory: An Analysis Of Desicion Under Risk", Econometrica, Vol.47, No.2, 1979

KAHNEMAN Daniel, TVERSKY Amos, "Choices, Values, and Frames", American Psychological Association, Vol.39, No.4, 1983

KAHNEMAN Daniel, RİEPE Mark W., "Aspects of Investor Psychology", Journal of Portfolio Management, Vol.24 No.4, Summer 1998

KAR Muhsin, TATLISÖZ Fatma, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi", KMU İİBF Dergisi, Kahramanmaraş, Yıl:10 Sayı:14 Aralık/2008

LAKONİSHOK Josef, SMİDT Seymour, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety Year Perspective", The Review of Financial Studies, Vol.1, No.4, 1988

LANGER Ellen J., "The İllusion of Control", Journal of Personality and Social Psychology, Vol.32, No 2, 1975

MARKOWİTZ Harry, "Portfolio Selection", The Journal of Finance, Vol.7, No.1, USA, 1952

MAZGİT İsmail, "Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt.44, Sayı.512, İstanbul, 2007

ODEAN Terrance, "Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average", The Journal Of Finance, Vol.53, No.6, Dec. 1998

OSBORNE M.F.M., "Periodic Structure İn The Brownian Motion Of The Stock Prices", Operations Research, Vol.10, No.1, May-June 1962

ÖNDEŞ Turan, BALI Selçuk, "Zıtlık ve Momentum Stratejilerinin Hibrid Bir Şekilde İMKB'de Kullanımı Üzerine", Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, Cilt: 1, Sayı: 2, Ordu, Aralık 2010

RABİN Matthew, "Psychology And Economics", Journal Of Economic Literature, Vol.34, No.1, Mar. 1998

RİCCİARDİ Victor, "A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance", The ICFAI Journal of Behavioral Finance, Vol.III, No.3, 12, 2006.

ROSS Stephen A., "The Arbitrage Theory Of Capital Asset Pricing, Journal Of Economic Theory 13", Departments Of Economics and Finance, University Of Pennsylvania, USA, 1976

RUBİNSTEİN Mark, "Rational Markets: Yes Or No? The Affirmative Case", Financial Analysts Journal, May/June 2001

SEFİL Sinem, ÇİLİNGİROĞLU Hakkı Kutay, "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri", İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl.10, Sayı.19 Bahar 2011, İstanbul

TAKIM Abdullah, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri", Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı.1, 2016, ss.39-60

THALER Richard H., "Mental Accounting Matters, Journal of Behavioral Decision Making", Vol.12, Sep. 1999

THALER Richard H., "Anomalies, The January Effect", Economic Perspectives, Vol.1, No.1 Summer 1987

THOMAS T.C., RAJENDRAN G., "BB&K Five-Way Model and Investment Behavior of Individual Investors: Evidence from India", Int. Journal of Economics and Management 6(1), India, 2012

TOK Ahmet, "İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler", Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Haziran 2009, Ankara

TUFAN Cenk, SARIÇİÇEK Reyhan, "Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi Ve Anomalilere İlişkin Bir Değerlendirme", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:15, Sayı:2, Edirne, Aralık 2013

TUNÇEL Ahmet Kamil, "İMKB'de Haftanın Günleri Etkisi", Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı.13, 2007

TVERSKY Amos, KAHNEMAN Daniel, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", Science, New Series, Vol.185, No.4157, Sep. 1974

TVERSKY Amos, KAHNEMAN Daniel, "Extensional Versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment", Psychological Review, Vol.90, No.4, Oct. 1983

USUL Hayrettin, BEKÇİ İsmail, EROĞLU A. Hüsrev, "Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Kayseri, Sayı: 19, Temmuz-Aralık 2002

USUL Hayrettin, KOCABIYIK Turan, "Kurumsal Yatırımcıların Hisse Senedi Seçiminde Gözönünde Bulundurduğu Etmenlerin Faktör Analiziyle İncelenmesi: Türkiye Örneği", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Isparta, 2010, c.15

ÜLKÜ Numan, "Finansta Davranış Teorileri Ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı", İMKB Dergisi, Yıl.5, Sayı.17, 2001

YAŞAR Muhammet Ruhat, “İddialı İşler: İddaa Oyununa Sosyolojik Bir Bakış”, e-Journal of New World Sciences Academy, Volume.6, No.3, Article Number: 4C0103, 2011

YILMAZ Erdal, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak 2014

ZEELNBERG Marcel, PIETERS Rik, “Consequences Of Regret Aversion In Real life: The Case Of The Dutch Postcode Lottery”, Organizational Behavior And Human Decision Processes 93, 2004

TEZLER

BAYAR Yılmaz, Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2012, **(Yayımlanmamış Doktora Tezi)**.

BÖYÜKASLAN Adem, Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, 2012, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

CORNICELLO Giuseppe, Behavioural Finance And Speculative Bubble, Universita Commerciale Luigi, Milano- İtalya, 2004, **(Yayımlanmış Doktora Tezi)**

HAMURCU Çağrı, Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Bilgi Teknolojileri ve İletişim Sektörü Çalışanları Üzerine Bir İnceleme, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale, 2015, **(Yayımlanmamış Doktora Tezi)**.

KUDUN Candan, Sermaye Piyasası Araçlarından Sukuk Ve Türkiye Uygulamaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2016, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

KÜDEN Murat, Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi, Gediz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2014, **(Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi)**.

ÖZCAN Handan, Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirilmelerine Yönelik Bir

Araştırma, Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Nevşehir, 2011, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

SANCAK İbrahim Ethem, Yatırım Fonlarının Türkiye Uygulaması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002, **(Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi)**.

SEZER Durmuş, Yatırım Davranışlarının Etkinliği Ve Psikolojik Yanılsamalar, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2013, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

ŞENKESEN Evrim, Davranışsal Finans Ve yatırımcı Duyarlılığının Tahvil Verimi Üzerindeki Etkisi: İMKB Tahvil Ve Bono Piyasasında Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, **(Yayımlanmamış Doktora Tezi)**.

YEŞİLKAYA Sezgin Cüneyt, Tahvil, Bono Ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2009, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

İNTERNET KAYNAKLARI

Dirk G. Baur, KiHoon Hong, Adrian D. Lee, "Bitcoin: Medium of Exchange or Speculative Assets?", 2017, Australia, https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2561183, s.1, (Erişim Tarihi. 25.04.2018).

"Hisse Senedi", <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/hisse-senedi.aspx>, (Erişim tarihi: 10.04.2018).

Hürriyet Gazetesi, "Psikoloji", <http://www.hurriyet.com.tr/haberleri/psikoloji>, (Erişim Tarihi:18.03.2018).

Türk Dil Kurumu, "Tutuculuk", http://www.tdk.gov.tr/index.php?arama=gts&option=com_gts&kelime=tutuculuk, (Erişim Tarihi: 08.02.2018).

Türk Dil Kurumu, "Mevduat", http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5acba87d0d7e67.58293013, Erişim Tarihi: 09.04.2018

Türk Dil Kurumu, "Döviz", http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5acba62450ab1.69783093, (Erişim Tarihi: 09.04.2018).

Türk Dil Kurumu, "Risk", http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5ab6e63e7c9f97.99267910, (Erişim Tarihi.25.03.2018).

"Tahvil", <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/tahvil.aspx>, (Erişim tarihi: 15.04.2018).

William N. Goetzmann, Nadav Peles, Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors",

<https://pdfs.semanticscholar.org/f022/58c85fa3a1d612543e350568c50e749ebbca.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.02.2018).

Satoshi Nakamoto, "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System", <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, (Erişim Tarihi. 26.04.2018).

Tan Wan Yean, "Sukuk: Issues and the way Forward", International Lawyers Network Articles, 2011, http://www.iln.com/articles/pub_1674.pdf, (Erişim Tarihi:25.04.2018).

Türkiye Katılım Bankaları Birliği, "Katılım Bankacılığı Nedir? Nasıl Çalışır?", <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.04.2018).

KANUN VE YÖNETMELİKLER

Mevduat ve Katılım Fonlarının Vadeleri ve Türleri Hakkında Tebliğ, Sayı:2007/1, Resmi Gazete, 23.07.2015

Türk Ticaret Kanunu, Madde:487, Resmî Gazete, S.27846, 14.02.2011, s.11089

Bankalarca Yapılacak Repo Ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, Resmî Gazete, S.29554, 6 Aralık 2015, Madde:4

Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği, Resmî Gazete, S.28800, 23 Ekim 2013, Madde:4

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, Resmî Gazete, S.28586, 13 Mart 2013, Madde:4/c

BROŞÜRLER

Borsa İstanbul Tanıtım Kitapçığı, VİOP Opsiyon Sözleşmeleri, Ekim 2014, İstanbul

T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonları, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016

T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016

Maden Tetkik Ve Arama Müdürlüğü, Türkiye ve Dünyada Altın, Temmuz 2016, Ankara

T. C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Araçları, Tuna Dijital, Ankara, Haziran 2016



EKLER

ANKET FORMU

Sayın Bireysel Yatırımcı,

Aşağıda katılımınız istenen anket formu Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı tarafından yürütülmekte olan “Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi: İstanbul İli Örneği” adlı tez çalışmasının uygulama kısmıdır.

Bu çalışma ile bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini yaparlarken ne tür rasyonel olmayan davranışsal eğilimlerini ortaya koydukları ve bunun yatırım kararları üzerindeki etkisini tespit etmeye çalışmaktayız.

Çalışmamız tamamen akademik amaçlıdır ve vereceğiniz tüm bilgiler gizli tutulacaktır. Bu nedenle soruları dikkatle okuyarak ve mümkün olduğunca gerçeğe uygun şekilde cevaplamanızı arzu etmekteyiz.

Katkılarınız için şimdiden teşekkür ederim.

Saygılarımla...

Havva ÖZÇELİK

1. Cinsiyetiniz:

Erkek () Kadın ()

2. Yaşınız:

20 ve altı () 21-25 () 26-30 () 31-35 () 36-40 () 41-45 ()
46-50 () 51-55 () 56-60 () 61-65 () 65 ve üzeri ()

3. Medeni durumunuz:

Evli () Bekar ()

4. Çocuğunuz var mı?

Çocuğum yok () 1 () 2 () 3 () 4 ve üzeri ()

5. Eğitim durumunuz:

Okuryazar () İlköğretim () Lise () Üniversite () Lisansüstü ()

6. Aylık geliriniz (TL) :

1-2000 () 2001-4000 () 4001-6000 () 6001-8000 () 8001 ve üzeri ()

7. Mesleğiniz:

Kamuda ücretli () Özel sektörde ücretli () Serbest Meslek ()
Ev hanımı () Diğer ()

8. Gelirinizin belirli bir kısmını tasarruflarınız için ayırıyor musunuz?

Evet () Hayır ()

9. Tasarruf ettiğiniz kısımla herhangi bir yatırım aracı alıyor musunuz?

(Altın, döviz, hisse senedi vb)

Evet () Hayır ()

10. Finansal yatırımlarınız için bütçenizden ne kadar pay ayırıyorsunuz (TL)?

1-250 () 251-500 () 501-1000 () 1001-3000 () 3000 ve üzeri ()

11. Hangi finansal araçlara yatırım yapıyorsunuz? (Birden çok seçenek seçebilirsiniz)

Yerli Para Mevduatı () Döviz Mevduatı () Hisse Senedi () Tahvil ()
Hazine Bonosu () Repo () Yatırım Fonları () Altın () Sukuk ()
Faizsiz Katılım Fonları () Yastık Altı () Bitcoin () Diğer ().....

12. Portföyünüzde kaç çeşit yatırım aracı bulunmaktadır?

1 () 2 () 3 () 4 () 5 ve üzeri ()

13. Finans piyasalarındaki gelişmeleri hangi sıklıkla takip ediyorsunuz?

İzlemiyorum () Her gün () Haftalık () Aylık () Yıllık ()

14. Ne kadar zamandır finansal yatırımlarınıza yatırım yapıyorsunuz?

0-1 yıldır () 2-5 yıldır () 6-10 yıldır () 11-20 yıldır () 21 yıl ve üzeri ()

15. Yatırımlarınızdaki kar/zarar durumunu hangi sıklıkla takip ediyorsunuz?

İzlemiyorum () Her gün () Haftalık () Aylık () Yıllık ()

16. Portföyünüzdeki mevcut herhangi bir finansal ürünü ortalama ne kadar elinizde tutuyorsunuz?

1 hafta () 1 ay () 1 yıl () 2-5 yıl () 6 ve üzeri ()

17. Portföyünüzü takip ederken hangi bilgi kaynaklarını kullanıyorsunuz? (Birden fazla seçenek seçilebilir)

Kendi değerlendirmelerim () Gazete-TV () İnternet ()
Aile/Çevre () Aracı kurumlar () Diğer ()

.....

18. Yeni bir yatırımı hangi sebeplerden dolayı yaparsınız?

Daha fazla kazanç beklentisi () Sermayeyi Koruma Arzusu ()
Sürekli Gelir İsteği () Portföy riskini azaltma () Diğer ()

Aşağıda yer alan ifadeleri dikkatlice okuyunuz ve bu ifadelerden size uyan değerlendirme ölçütünü belirtiniz.	Kesinlikle katılıyorum	Katılıyorum	Kararsızım	Katılmıyorum	Kesinlikle katılmıyorum
1- Finansal yatırım yaparken sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerinden daha değerli olduğunu düşünürüm.					
2 – Finansal yatırımlarım konusunda karar alırken doğru ve sağlıklı kararlar aldığımı düşünürüm.					
3 – Finansal yatırımlarımdan elde ettiğim kazanç her zaman piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir.					
4 – Finansal yatırımlarımda piyasada çok az yatırımcının erişebileceği bilgilerin bana mutlak avantaj sağladığını düşünüyorum.					
5 – Gelecekte ulusal ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin olumlu yönde olacağını düşünüyorum.					
6 – Gelecek dönemde finansal yatırımlarımın daha çok kazandıracağına dair beklentim var.					
7 – Gelecek dönemde kendi portföyümdeki yatırım araçlarının başkalarının portföyündeki yatırım araçlarından daha fazla kazandıracağını düşünüyorum.					
8 - Eğer finansal yatırım araçlarım kaybettiriyorsa bunun nedeni kötü şans ya da diğer dışsal faktörlerdir.					
9 – Bir finansal yatırım aracının dönem sonu performansını incelediğimde genelde olabilecekleri önceden bildiğime dair bir kanım olur.					
10 – Bir finansal yatırım aracının iyi ya da kötü tüm performanslarını aklımda tutar ve sonraki aşamada yatırım yaparken bu bilgileri kullanırım.					
11 – Önceden kazandıran bir yatırım aracı şu anda kaybettiriyor olsa da ileriki dönemde tekrar kazandıracaktır.					
12 – Bir finansal yatırım aracı önceki dönemlerdeki kar ya da zarar performansını bir süre sonra yeniden tekrar eder.					

13 – Bir finansal yatırım aracına ait dikkatimi çeken bir performans, benzer türdeki finansal yatırım aracına tekrar yatırım yapma kararında etkili olur.					
14 – Bir finansal yatırım aracına ait zihnimde bir satın alma/satma noktası belirler ve satın almak/satmak için fiyatının o noktaya gelmesini beklerim.					
15 – Etrafımda kendi finansal yatırım tercihlerime benzer tercihlerin bulunması benim için önemlidir.					
16 – Birbirine benzeyen A ve B portföylerine yönelik seçim yapmam gerekse, %80 oranında kazandıracığını düşündüğüm A portföyünü %20 oranında kazandırmayacağını düşündüğüm B portföyüne tercih ederim.					
17 – Bir finansal yatırım aracı şu anda bana zarar ettirse bile zararımı karşılayana kadar o finansal yatırım aracını elimden çıkarmam.					
18 – Bir finansal yatırım aracı kendi alış maliyetini karşıladığında daha fazla elimde tutmam ve satırım.					
19 – Acil nakite ihtiyacım olduğunda portföyümde bulunan aynı maliyetli iki üründen birini satmam gerekse, % 20 kazandıran A ürünü yerine % 20 kaybettiren B ürünü seçerim.					
20 – Getirisi ve riski az olan yatırım araçlarını, getirisi ve riski yüksek yatırım araçlarına oranla daha çok tercih ederim.					
21 – Mevduata yüksek faiz veren tanınmamış ve küçük ölçekli bankaları daha düşük faiz veren ancak tanınmış ve büyük ölçekli bankalara tercih ederim.					
22 – Finansal yatırım kararlarımda dini inançlarım önemlidir.					
23 – Finansal yatırım kararlarımda siyasi görüşlerim önemlidir.					
24 – Yatırım kararlarımda yakın iletişim kurduğum insanların yatırım kararları etkili olur.					
25 – 3000 TL'yi % 100 olasılıkla kazanmayı, 4.000 TL'yi % 80 olasılıkla kazanmaya tercih ederim.					
26 – 4000 TL'yi %80 olasılıkla kaybetmeyi, 3.000 TL'yi % 100 olasılıkla kaybetmeye tercih ederim.					
27 – Büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetleri her zaman iyi kazandırır.					
28 – Bir yatırım aracıyla ilgili yeni bilgiler edinsem bile, bu bilgiler benim yatırım kararımı etkilemez.					
29 – Bir finansal yatırım aracı birkaç dönem peş peşe kazandırsa bile yakın zamanda kaybettirecektir, birkaç dönem peş peşe kaybettirse bile yakın zamanda kazandıracaktır.					
30 – Eğer iki finansal yatırım aracı arasında karar vermek zorunda kalsam, en fazla bilgi sahibi olduğum yatırım aracını seçerim.					
31 – Finansal yatırım kararı verirken hayal kırıklığı yaşama ihtimalimi önceden hesap ederim.					
32 – Yatırım kararı verirken piyasadaki diğer yatırımcıların yatırım tercihleri önemserim ve çoğunluğun kararlarını takip ederim.					
33 – Alış/satış işlemlerim diğer yatırımcıların davranışlarına anlam veremediğim zamanlarda artış gösterir.					
34 – Yaşadığım şehirde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparım.					
35 – Menkul kıymetlerin bazı gün, hafta ve aylarda ya da resmi tatil, hafta sonu gibi bazı dönemlerde daha fazla kazandırdığını düşünürüm.					

Katkılarınızdan dolayı teşekkür ederim...

