

**T.C.**  
**İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

İşletme Anabilim Dalı

**BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN**  
**DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMLARI İLE İLİŞKİSİ:**  
**AYAKKABI İMALAT SEKTÖRÜ ÇALIŞANLARI VE**  
**İŞVERENLERİ İZMİR İLİ ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

**İsmail POLAT**

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi İ. Gökçe KAYA

**İstanbul -2022**



## TEZ TANITIM FORMU

<b>YAZAR ADI SOYADI</b>	: İsmail POLAT
<b>TEZİN DİLİ</b>	:Türkçe
<b>TEZİN ADI</b>	:Bireysel Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Kavramları İle İlişkisi: Ayakkabı İmalat Sektörü Çalışanları ve İşverenleri İzmir İli Örneği
<b>ENSTİTÜ</b>	:İstanbul Gelişim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
<b>ANABİLİM DALI</b>	: İşletme
<b>TEZİN TÜRÜ</b>	: Yüksek Lisans
<b>TEZİN TARİHİ</b>	: 25.10.2022
<b>SAYFA SAYISI</b>	: 132
<b>TEZ DANIŞMANLARI</b>	: Dr. Öğr. Üyesi İ Gökçe KAYA
<b>DİZİN TERİMLERİ</b>	: Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Hevristik.
<b>TÜRKÇE ÖZET</b>	<p>: Bireylerin aldığı finansal kararlar her zaman rasyonel değildir. Bireysel yatırımcılar yatırım kararı alır iken birden fazla faktörden etkilenebilmektedir. Yatırımcı finans kararı verir iken bilinçsiz veya bilinçli olarak vermiş olduğu karar “davranışsal finansın” temelini oluşturmaktadır. Çeşitli risk seviyesinde kazanma ve kaybetme koşulu ile yatırımcıların kararları değişebilmektedir. Aynı zamanda yatırımcının “yaş, cinsiyet, medeni durum, öğrenim durumu” gibi sosyo-demografik özellikleri yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu çalışmanın amacı davranışsal finans çerçevesinde bireysel yatırımcı kararlarını değerlendirmek ayrıca yatırımcıların demografik özelliklerine göre yatırımcıların finansal profilleri ve psikolojik eğilimleri incelemektir.</p> <p>Bu araştırmaya, İzmir İli’nde ayakkabı imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde çalışan 125 işveren ve çalışan dahil edilmiştir. Araştırmada, ayakkabı imalat sektöründe yer alan yatırımcılarına yönelik anket uygulanmıştır. Araştırmada demografik bilgi formunun ve “Davranışsal Finans Ölçeği” kullanılarak veriler elde edilmiştir. Uygulamada 125 yatırımcının verileri SPSS 24 programında analiz edilmiştir. Analiz yöntemleri olarak frekans analizi, geçerlilik analizi ve varyans analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular % 95 güven aralığında <math>p&lt;0,05</math> anlamlı kabul edilmiştir.</p>

Araştırma bulgularına göre katılımcıların DF puan ortalaması  $3,18\pm 0,50$  bulunmuştur. Alt puanlarının 2,57 ile 3,59 arasında değiştiği, ölçek toplam puan ortalamaların demografik değişkenlere göre farklılaşmadığı saptanmıştır. DF alt boyutları ile katılımcıların yaş, işyerindeki konum, yatırım piyasası tercihi ve yatırım büyüklükleri arasında anlamlı farklılıklar gözlenmezken, cinsiyet ve kayıp kazanç durumunun “İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi” alt boyutuyla ve tercih edilen piyasaların “Kararda Muhafazakarlık Etkisi” alt boyutu arasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir.

Araştırma sonucunda yatırımcıların zayıf düzeyde de olsa davranışsal finans eğilimlerinin olduğu görülmektedir. Yatırımcıların yatırım tercihlerini yaparken pek de rasyonel olmadıkları, psikolojik önyargıların etkisinde kaldıkları saptanmıştır. Yatırımcıların kazanma konusunda iyimser bir tutum içerisinde buldukları fakat zararlar konusunda ise muhafazakar bir tutum sergiledikleri tespit edilmiştir.

#### DAğITIM LİSTESİ

- : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsüne  
2. YK Ulusal Tez Merkezine

*İmzası*

*İsmail POLAT*

**T.C.**  
**İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

İşletme Anabilim Dalı

**BİREYSEL YATIRIM TERCİHLERİNİN**  
**DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMLARI İLE İLİŞKİSİ:**  
**AYAKKABI İMALAT SEKTÖRÜ ÇALIŞANLARI VE**  
**İŞVERENLERİ İZMİR İLİ ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

**İsmail POLAT**

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi İ. Gökçe KAYA

**İstanbul -2022**

## **BEYAN**

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

İsmail POLAT

.../.../2022



**İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

İsmail POLAT' ın Bireysel Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Kavramları İle İlişkisi: Ayakkabı İmalat Sektörü Çalışanları ve İşverenleri İzmir İli Örneği adlı tez çalışması, jürimiz tarafından İşletme anabilim dalı, İşletme bilim dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

*İmza*

Başkan *Dr. Öğr. Üyesi İ. Gökçe KAYA*  
(Danışman)

*İmza*

Üye *Doç. Dr. Süleyman KALE*

*İmza*

Üye *Dr. Öğr. Üyesi Ebru Gül YILMAZ*

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

... / ... / 20..

*İmzası*

*Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ*

Enstitü Müdürü

## ÖZET

Bireylerin aldığı finansal kararlar her zaman rasyonel değildir. Bireysel yatırımcılar yatırım kararı alır iken birden fazla faktörden etkilenebilmektedir. Yatırımcı finans kararı verir iken bilinçsiz veya bilinçli olarak vermiş olduğu karar “davranışsal finansın” temelini oluşturmaktadır. Çeşitli risk seviyesinde kazanma ve kaybetme koşulu ile yatırımcıların kararları değişebilmektedir. Aynı zamanda yatırımcının “yaş, cinsiyet, medeni durum, öğrenim durumu” gibi sosyo-demografik özellikleri yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu çalışmanın amacı davranışsal finans çerçevesinde bireysel yatırımcı kararlarını değerlendirmek ayrıca yatırımcıların demografik özelliklerine göre yatırımcıların finansal profilleri ve psikolojik eğilimleri incelemektir.

Bu araştırmaya, İzmir İli’nde ayakkabı imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde çalışan 125 işveren ve çalışan dahil edilmiştir. Araştırmada, ayakkabı imalat sektöründe yer alan yatırımcılarına yönelik anket uygulanmıştır. Araştırmada demografik bilgi formunun ve “Davranışsal Finans Ölçeği” kullanılarak veriler elde edilmiştir. Uygulamada 125 yatırımcının verileri SPSS 24 programında analiz edilmiştir. Analiz yöntemleri olarak frekans analizi, geçerlilik analizi ve varyans analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular % 95 güven aralığında  $p < 0,05$  anlamlı kabul edilmiştir.

Araştırma bulgularına göre katılımcıların DFÖ puan ortalaması  $3,18 \pm 0,50$  bulunmuştur. Alt puanlarının 2,57 ile 3,59 arasında değiştiği, ölçek toplam puan ortalamaların demografik değişkenlere göre farklılaşmadığı saptanmıştır. DFÖ alt boyutları ile katılımcıların yaş, işyerindeki konum, yatırım piyasası tercihi ve yatırım büyüklükleri arasında anlamlı farklılıklar gözlenmezken, cinsiyet ve kayıp kazanç durumunun “İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi” alt boyutuyla ve tercih edilen piyasaların “Kararda Muhafazakarlık Etkisi” alt boyutu arasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir.

Araştırma sonucunda yatırımcıların zayıf düzeyde de olsa davranışsal finans eğilimlerinin olduğu görülmektedir. Yatırımcıların yatırım tercihlerini yaparken pek de rasyonel olmadıkları, psikolojik önyargıların etkisinde kaldıkları saptanmıştır. Yatırımcıların kazanma konusunda iyimser bir tutum içerisinde buldukları fakat zararlar konusunda ise muhafazakar bir tutum sergiledikleri tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal finans, Bireysel Yatırımcı, hevristik.



## SUMMARY

Financial decisions made by individuals are not always rational. Individual investors can be affected by more than one factor while making an investment decision. The decision made by the investor unconsciously or consciously while making a financial decision constitutes the basis of "behavioral finance". Investors' decisions may change with the condition of winning and losing at various risk levels. At the same time, the socio-demographic characteristics of the investor such as "age, gender, marital status, educational status" affect investment decisions. The aim of this study is to evaluate individual investor decisions within the framework of behavioral finance and to examine investors' financial profiles and psychological tendencies according to the demographic characteristics of investors.

125 employers and employees working in businesses operating in the shoe manufacturing sector in İzmir were included in this research. In the research, a questionnaire was applied to the investors in the shoe manufacturing sector. In the research, data were obtained by using the demographic information form and the "Behavioral Finance Scale". In practice, the data of 125 investors were analyzed in the SPSS 24 program. Frequency analysis, validity analysis and analysis of variance were used as analysis methods. The results obtained were considered significant with  $p < 0.05$  at the 95% confidence interval.

According to the research findings, the mean DFS score of the participants was found to be  $3.18 \pm 0.50$ . It was determined that the sub-scores ranged between 2.57 and 3.59, and the total score averages of the scale did not differ according to the demographic variables. While no significant differences were observed between the DFS sub-dimensions and the participants' age, position in the workplace, investment market preference and investment size, significant differences were found between the gender and lost earnings status and the "Optimistic and Self-Belief Effect" sub-dimension and the "Conservatism Effect on Decision" sub-dimension of the preferred markets. has been done.

As a result of the research, it is seen that investors have behavioral finance tendencies, albeit at a weak level. It has been determined that investors are not very rational while making their investment choices and are under the influence of psychological biases. It has been determined that investors have an optimistic attitude about winning but a conservative attitude about losses.

**Keywords:** Behavioral finance, individual investor, heuristic.

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	i
SUMMARY .....	ii
İÇİNDEKİLER .....	iii
KISALTMALAR .....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ÖNSÖZ .....	viii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

1.1. Davranışsal Finans Tanımı .....	3
1.2. Davranışsal Finansın Amaçları .....	6
1.3. Davranışsal Finansın Temel Dayanakları .....	8
1.4. Davranışsal Finans Modelleri .....	11
1.4.1. Beklenti Modeli .....	12
1.4.2. Aşırı Güven ve Kendine Atfetme Modeli .....	13
1.4.3. Hayal Kırıklığından Kaçınma Teorisi .....	15
1.4.4. Pişmanlık Teorisi.....	16
1.4.5. Temsili Yatırımcı Modeli.....	16
1.4.6. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli .....	17
1.4.7. Hong ve Stein Modeli .....	18
1.4.8. Etkin Piyasalar Hipotezi .....	19
1.4.9. Beklenen Fayda Teorisi .....	21
1.4.10. Modern Portföy Teorisi .....	21
1.4.11. Varlık Fiyatlama Modeli.....	23
1.4.12. Zıtlık ve Momentum Stratejileri .....	24
1.5. Bireylerin Rasyonel Yatırım Kararı Almasına Engel Teşkil Eden Davranışsal Eğilimler .....	25
1.5.1. Duygusal Eğilimler .....	27
1.5.2. Bilişsel Eğilimler.....	30
1.6. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi.....	32
1.6.1. Psikoloji .....	32
1.6.2. Sosyal Psikoloji .....	33
1.6.3. Sosyoloji .....	33
1.6.4. Antropoloji.....	34
1.7. Finansal Piyasalarda Anomaliler .....	34
1.7.1. Takvimsel Anomaliler .....	35
1.7.2. Günlere İlişkin Anomaliler .....	36
1.7.3. Aylara İlişkin Anomaliler .....	37
1.7.4. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler .....	37

1.8. Geleneksel Finans ve Davranışsal Finans Arasındaki Farklar .....	38
1.9. Risk ve Belirsizlik Kavramları .....	39

## İKİNCİ BÖLÜM

### YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI, BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM ARAÇLARI

2.1. Yatırım ve Yatırımcı Kavramları .....	41
2.2. Bireysel Yatırımcılar .....	43
2.2.1. Bireysel Yatırımcıların Özellikleri .....	45
2.2.2. Bireysel Yatırımcılarda Risk Algısı .....	48
2.2.2.1. Riski Seven Yatırımcılar .....	49
2.2.2.2. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar .....	49
2.2.2.3. Riskten Kaçan Yatırımcılar .....	50
2.3. Yatırım Araçları .....	51
2.3.1. Repo .....	51
2.3.2. Döviz Mevduatı .....	52
2.3.3. Hisse Senedi .....	52
2.3.4. Tahvil .....	55
2.3.5. Hazine Bonosu .....	55
2.3.6. Yatırım Fonları .....	55
2.3.7. Katılım Fonları .....	56
2.3.8. Bireysel Emeklilik Fonları .....	56
2.3.9. Sukuk .....	56
2.4. Yatırımcı Psikolojisi .....	57
2.5. Yatırımcı Kararlarını Etkileyen Faktörler Ve Önyargılar .....	57
2.5.1. Aşırı Güven .....	58
2.5.2. Aşırı İyimserlik .....	58
2.5.3. Temsil Edilebilirlik Yanlılığı .....	59
2.5.4. Tutuculuk Eğilimi .....	59
2.5.5. Çıpalama (Dayanak Noktası Belirleme / Demirleme) .....	60
2.5.6. Ulaşılabilirlik (Mevcudiyet / Mümküniyet) Yanlılığı .....	61
2.5.7. Zihinsel Muhasebe .....	61
2.5.8. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi .....	63
2.5.9. Pişmanlıktan Kaçınma .....	64
2.5.10. Yatırımcı Duyarlılığı .....	65

2.5.10.1. Aşırı Reaksiyon .....	65
2.5.10.2. Düşük Reaksiyon.....	66
2.5.11. Çerçeveleme Etkisi .....	66
2.5.12. Sürü Davranışı .....	67

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

3.1. Araştırmanın Türü.....	77
3.2. Araştırmanın Evren ve Örneklemi .....	77
3.3. Araştırmanın Veri Toplama Araçları .....	78
3.4. Araştırmanın Hipotezleri .....	79
3.5. Araştırmada Uygulanan İstatiksel Analiz Yöntemleri .....	79

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### UYGULAMA

4.1. Demografik Bulgular .....	81
4.1.1. Katılımcıların Yaşa Göre Finansal Profili.....	82
4.1.2. Katılımcıların Cinsiyete Göre Finansal Profili.....	84
4.2. Ölçek Normallik Testi.....	85
4.3. Güvenirlik Analizi .....	85
4.4. Katılımcıların Davranışsal Finans Eğilimleri .....	85
4.4.1. Betimsel İstatistikler.....	86
4.4.2. Cinsiyetin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi .....	87
4.4.3. Yaşın Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	88
4.4.4. İşyerindeki Konumun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi .....	90
4.4.5. Yatırım Tecrübesinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	91
4.4.6. Tercih Edilen Piyasaların Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi .....	94
4.4.7. Yatırım Büyüklüğünün Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	96
4.4.8. Kayıp Kazanç Durumunun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	99
<b>TARTIŞMA VE SONUÇLAR .....</b>	<b>102</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>107</b>

## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AFT</b>	: Arbitraj Fiyatlama Teorisi
<b>AMEX</b>	: American Stock Exchange (Amerikan Menkul Kıymetler Borsası)
<b>BB&amp;K</b>	: Bailard, Biehl Ve Kaiser
<b>BFT</b>	: Beklenen Fayda Teorisi
<b>EPH</b>	: Etkin Piyasalar Hipotezi
<b>FVFM</b>	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>MPT</b>	: Modern Portföy Teorisi
<b>SPT</b>	: Sermaye Piyasası Teorisi
<b>TYM</b>	: Temsili Yatırımcı Modeli
<b>TEE</b>	: Temsil Etme Eğilimi
<b>PKE</b>	: Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi
<b>AGE</b>	: Aşırı Güven Eğilimi
<b>SOSE</b>	: Sosyal Eğilim
<b>DUYEG</b>	: Duygusal Eğilim
<b>AGKE</b>	: Akla Geliş Kolaylığı Eğilimi
<b>BİKE</b>	: Bilgi Ve İletişim Kaynaklı Eğilim
<b>AİE</b>	: Aşırı İyimserlik Eğilimi

## TABLÖLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.</b> Katılımcıların Demografik Özellikleri.....	81
<b>Tablo 2.</b> Katılımcıların Yaşa Göre Finansal Profili .....	83
<b>Tablo 3.</b> Katılımcıların Cinsiyete Göre Finansal Profili .....	84
<b>Tablo 4.</b> Davranışsal Finans Ölçeği Normallik Testi Bulguları .....	84
<b>Tablo 5.</b> Davranışsal Finans Ölçeği Güvenirlik Analizi .....	85
<b>Tablo 6.</b> Davranışsal Finans Ölçeği Betimsel İstatistikleri .....	86
<b>Tablo 7.</b> Cinsiyete Göre Davranışsal Finans Eğilimleri.....	87
<b>Tablo 8.</b> Yaşın Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	88
<b>Tablo 9.</b> İşyerindeki Konumun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	90
<b>Tablo 10.</b> Yatırım Tecrübesinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	91
<b>Tablo 11.</b> Piyasa Tercihinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi.....	94

## 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 İ. Gökçe KAYA'ya,

Bana güvenen ve tezi tamamlamamda manevi destek veren tüm arkadaşlarıma ve vermiş oldukları cesaretle bu tezi yazmamda desteğini bir an bile esirgemeyen değerli aileme teşekkürlerimi bir borç bilirim.

İsmail POLAT

İzmir, 2022



# GİRİŞ

Finansal piyasalar, bütün toplumlarda ilgi gören piyasalardır. Hisse senedi gibi çok bilinen yatırım araçlarının yanında döviz kurları, endeksler, kripto paralar gibi çok sayıda parasal kıymet bu piyasalarda alınıp satılabilmektedir. Yatırımcıların finans piyasalarındaki davranışlarının uzun bir süre boyunca rasyonel olduğu ve eldeki bilginin değerlendirilmesi sonucu kararların verildiği kabul edilmiştir. Fakat alınan finansal kararlara aşırı bağılılık, aşırı güven, yanlış davranma, sürü psikolojisi gibi kolaylıkla gözlenen faktörlerin etkisiyle bu kuramsal kabulün yeterince işlemediği ve piyasa kabullerinden sapmalar olduğu tespit edilmiştir.

Geleneksel finansın varsayımlarını reddeden bir teorik temele sahip olan davranışsal finans yaklaşımı, 1970'li yıllardan itibaren bir çok ampirik çalışma ile piyasaların öngörüldüğü kadar etkin işlemediğini ortaya koymuştur. Bireylerin duygusal ve bilişsel faktörlerin etkisiyle rasyonel tutumu terk ettikleri bir çok araştırmada ispatlanmıştır.

Bu araştırmada davranışsal finans eğilimlerinin ayakkabı imalat sektörü çalışan ve işverenlerinde ne düzeyde geçerli olduğu ele alınmıştır. Araştırmada yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerini ortaya koymak amaçlanmıştır.

Bu araştırmada duygusal ve bilişsel faktörlerin finansal kararlara etkisiyle ilgili problem, ayakkabı sektöründeki çalışan ve işveren yatırımcılar açısından yeniden ele alınacaktır. Bu yönüyle bu araştırmanın özgün bir niteliğinin olacağı ve işveren konumundaki yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerinin açıklanmasına önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir

Yatırımcıların duyguları ve psikolojik özellikleri ile hareket eden insanlar olması kaçınılmaz olarak bu duygusal ve bilişsel faktörlerin neler olduğu sorusunu akla getirmektedir. Bunun yanında literatürdeki çok sayıda çalışmada öne çıkan özelliklerin her yatırımcı tipinde aynı etkiyi gösterip göstermediğinin açıklığa kavuşturulması da önemli bir problemdir. Bu çerçevede araştırmanın problem cümlesi aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur;

- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri ne düzeydedir?



- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri demografik özelliklerinden ne düzeyde etkilenmektedir?

Araştırma 5 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde davranışsal finans kavramı teorik olarak incelenmiştir. Davranışsal finansın tanımı, ortaya çıkması, davranışsal finans modelleri literatüre dayanılarak açıklanmıştır.

İkinci bölümde bireylerin yatırım kararlarına etki eden ve rasyonellik varsayımını ortadan kaldıran duygusal ve bilişsel eğilimler incelenmiştir.

Araştırmanın üçüncü bölümünde araştırma yöntemi kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır. Bu bölümde araştırmanın evren ve örnekleme, veri toplama araçları, veri toplama süreci ve uygulanan analiz yöntemleri açıklanmıştır.

Dördüncü bölüm, araştırma analizlerinin istatistiksel sonuçlarının ortaya konduğu bölümdür. Bu bölümde araştırmada yapılan analizler tablolar yardımıyla ortaya konulmuştur.

Araştırmanın beşinci bölümü, araştırma bulgularının tartışıldığı ve sonuçların yer aldığı bölümdür. Bu bölümde bulgular literatür bulguları eşliğinde tartışılmış ve sonuçlara yer verilmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

### 1.1. Davranışsal Finans Tanımı

Geleneksel finans yaklaşımları, yatırımcıların piyasadan elde ettikleri bilgilerle hareket ettiklerini, rasyonel düşündüklerini ileri sürmekte ve insan duygularının finansal kararlara etki edebileceği ihtimalini dikkate almamaktadır (Çam ve Hırka, 2021: 96). Rasyonel birey fikri bireyin her durumda rasyonel düşünce ilkesine bağlı kaldığını ileri sürse de özellikle kriz gibi belirsizliğin arttığı durumlarda finansal kararlarda önemli sapma ve anomalilerin olduğu görülmekte ve klasik yaklaşımların homo economicus bireyi ortadan kalkmaktadır (Aydın ve Ağan, 2016: 95). Homo economicus düşüncesinin 1970'lerden itibaren önemli ölçüde sorgulandığı, bireyin rasyonel davrandığını esas alan bir çok teorinin ortaya çıkmasına karşın bu sapmaları açıklayamadığı finans bilimi literatüründe interdisipliner arayışlar artmış ve insan psikolojisini de denkleme dahil eden davranışsal finans yaklaşımı önem kazanmaya başlamıştır (Akdeniz ve Turan, 2021: 1017).

Bireyin her zaman rasyonel davranmadığı fikrine dayanan davranışsal finans yaklaşımı, insanların yatırım kararlarını alırken çok sayıda psikolojik değişkenin etkisi altında kaldığı varsayımına dayanmaktadır. Bu etkiler dolayısıyla insanlar sistematik hatalar yapmakta ve geleneksel düşüncenin rasyonel bireyi ortadan kalkmaktadır (Öncü ve Özevin, 2017: 583-584). Davranışsal finans yaklaşımı anomaliler ve akılcılıkla uyuşmayan davranışlarla önyargıları tespit etmek üzere iki odak noktası belirlemiş ve kavramsallaştırmalarını da buna göre geliştirmiştir (Pompian ve Longo, 2004: 9). Rasyonel bireye ilişkin temel beklenti, elde edilen bilgilerin kararlara yansıtılması olmasına karşın insanlar piyasa verilerini yorumlarken duyguları ile hareket edebilmekte, bilişsel yanılığara düşebilmektedir (Jagongo ve Mustwenje, 2014: 92). Davranışsal finans yaklaşımı bireysel kararlara ve finansal piyasalara yön veren bu psikolojik ve duygusal faktörleri açıklamak ve yeni bir finans modeli geliştirmektir (Chaffai ve Medhiolup, 2014: 527).

Davranışsal finans; yatırımlarına karar verirken rasyonel davranacağı varsayılan insanın, bazı psikolojik unsurlardan etkilenerek beklenenden farklı davranabileceği düşüncesi üzerine kurulmuş olan bir teoridir (Öncü ve Özevin, 2017: 584). Davranışsal

finans, geleneksel iktisat teorilerinden farklı olarak olguları bireysel davranışlar üzerinden açıklamaya çalışmaktadır (Süer, 2007: 97). Çünkü diğer tüm alanlarda olduğu gibi finans alanında da insan davranışlarının yalnızca matematiksel verilerle, istatistiklerle ya da akılla açıklanmasının mümkün olmadığı, asıl psikolojik unsurların göz ardı edilmesinin rasyonellikten uzaklaşmak anlamına geldiği düşüncesi ağırlık kazanmaktadır. Davranışsal finans, insanların yatırım davranışlarını psikolojik unsurları da konuya dahil ederek açıklamakta, ”rasyonel insan” yaklaşımının yerini karmaşık duygusal ve bilişsel eğilimleri olan “normal insan” yaklaşımı almaktadır. Davranışsal finansın model aldığı normal insan, zekası ve beklentileriyle ortalama bir insanı temsil etmektedir ancak kazancını maksimize etme amacı taşımakla birlikte istediğinde bunun bir kısmından vazgeçerek, daha mutlu olacağı, statü elde edeceği ya da başka benzer kişiler tatminler yaşayacağı kararlara yönelebilmekte, yani rasyonellikten sapmaktadır. Dolayısıyla aldığı kararlarda, finansal bilgi ve analizlere ilave olarak sezgileri de etkili olmaktadır (Aren, 2019: 129).

Davranışsal finans yaklaşımının bir teori olarak ilk ortaya çıkışı, 1979 yılında Tversky ve Kahneman’ ın birlikte kaleme aldıkları “Prospect Theory: Decision Making Under Risk” başlıklı makale ile olmuştur. Buna göre Beklenti Teorisi; hali hazırdaki modellerle açıklaması yapılamayan olguların ya da anomalilerin açıklamasını yapmak için başvurulan bir model olmuştur. Aynı yıl davranışsal finans, hem bir uygulama olarak hem de kavram olarak literatürde yerini almış, yatırımcıların sergiledikleri irrasyonel davranışlar bu model üzerinden açıklanmaya başlamıştır. Davranışsal finans, finans alanında insan psikolojisine ve bireysel eğilimlere odaklanarak karar verme davranışını anlamaya çalışmakta, bu yaklaşım biçimi ile klasik yaklaşımlardan net bir şekilde ayrılmaktadır (Küden, 2014: 102). Aslında bilişsel psikolojiye dikkatlerin çekilmesi ve insan beyninin bu anlamda karmaşık bir cihaza benzetilmesi ilk 1960’lı yıllara rastlamaktadır. Bu yıllardan itibaren insan beyninin bilgiyi işleme becerisi ve kapasitesi ilk kez, hafıza, karar verme veya sorun çözme gibi kavramlarla birlikte değerlendirilmeye başlamış, Edwards, Tversky ve Kahneman, bu alana en fazla katkı sağlayan psikologlar olmuşlardır (Tufan ve Sarıççek, 2013: 162).

Davranışsal finans, temelde insanların rasyonel olmadıkları düşüncesinden hareket etmekte, finansal kararların alt yapısını incelerken, psikolojiden, sosyolojiden hatta antropolojiden yararlanmakta, farklı disiplinlerle bağlantılı olarak çıkarımlar

yapmaktadır. Buna göre, finansal davranış ve kararların arkasında gerek bireysel gerekse de kurumsal ihtiyaçlar, talep ve beklentiler yer alabilmekte, geleneksel yaklaşımların öngördüğünün aksine tutumlarla karşılaşılabilir. Davranışsal finans kavramının oluşmasında en fazla rol oynayan etken de bu anomaliler olmuştur (Paksoy ve Aykut, 2021: 51).

Davranışsal finans teorisi, her ne kadar rasyonel davranması beklense de bireylerin yatırım kararı alırken farklı psikolojik unsurlardan etkilenerek rasyonaliteden sapabildiği görüşünü temel almaktadır. Bu nedenle davranışsal finansın üzerinde durduğu en önemli konu, psikolojinin insan davranışlarını dolayısıyla da finansal kararları nasıl etkilediğidir. Psikoloji, bireylerin arzu, istek, beklenti, amaç ve motivasyonlarının, duygu düşünce, yanlısma ve sapmalarının tamamını içine alan bir bilim alanıdır. Zaman içinde piyasalarda nedeni açıklanamayan büyük dalgalanmaların olması, hisse fiyatlarının bir anda beklenmedik şekilde ve oranda düşmesi, finansçıların dikkatini bu alana çekmeye başlamıştır. Nitekim 2000 yılında yaşanan ve internet balonu olarak adlandırılan fiyatlardaki büyük çaplı düşüşün de rasyonel teoriyi geçersiz kıldığı yönündeki görüş büyük oranda kabul görmüştür (Öncü ve Özevin, 2017: 583-584).

Davranışsal finansla ilgili literatürün başlıca iki temel alan üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bunlardan birincisi davranışsal modeller üzerinden açıklanabilen anomalilerin tespiti, ikincisi ise geleneksel akılcı davranış teorileriyle uyum olmayan bireysel davranışların ve önyargıların tespitidir (Pompian ve Longo, 2004: 9). Son yıllarda yapılan araştırmaların birçoğu, modern finans için temel teşkil eden klasik teorilerin artık yeterli olmadığına dikkat çekmektedir. Beklenen fayda teorisi ya da etkin piyasa teorisi gibi diğer örneklerde de inceleme ve analizlerde bazı anomalilerin tespit edilmesi bu görüşü desteklemektedir. Çünkü ampirik bir tespit teorik olarak açıklanamıyorsa veya mantıksal varsayımlar üzerinden ifadesi mümkün değilse bir anomalinin varlığı söz konusu olmaktadır (Öncü ve Özevin, 2017: 584).

Son yıllarda entelektüel sermayenin belirgin olarak öne çıkması, insana bakışı ve yaklaşımı da öne çıkararak kuvvetlendirmiştir. Davranışsal finans, tam da bu noktada devreye girerek bu yeni ve kuvvetli yaklaşıma odaklanmakta ve bireylerin yatırım kararlarında etkili olan psikolojik faktörleri bularak açıklamaya çalışmaktadır. Çünkü Davranışsal finans teorisinin en ayırt edici özelliği, geleneksel teorilerin aksine insan davranışlarının ve doğasının, barındırdığı duygusal ve bilişsel eğilimlerin,

finansal kararların oldukça önemli bir yordayıcısı olduğu yönündeki iddiasıdır. İnsana atfedilen önem arttıkça davranışsal finans teorisi de önemini artırmaktadır (Doğan, 2016: 340).

Davranışsal finans üzerine yaptıkları çalışmalarda Daniel Kahneman ve Amos Tversky, konuyu üç temel başlık altında ele almaktadırlar. Bunlardan ilki; bireylerin belirsiz koşullarda verdikleri kararlarda etkili olduğu düşünülen kısa yollar ile bilişsel değişkenlerdir. İkincisi; beklenti teorisi bağlamında söz konusu olan beklenen faydanın, yatırımcıların kişisel zevk ve tercihlerinden etkilendiği, riskli durumlarda alınan kararların ardında güncel olanların yanı sıra başka referansların da etkili olduğu düşüncesidir. Üçüncüsü ise çerçeveleme etkisinin finansal kararlara olan yansımalarıdır. Kahneman ve Tversky'nin bu alanda gerek ayrı ayrı gerekse de birlikte yaptıkları çalışmalar, davranışsal finansın gelişiminde oldukça etkili ve yol gösterici olmuştur (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 299).

Başlangıçta şüpheyle bakılan davranışsal finans yaklaşımı, Daniel Kahneman'ın katkıları ile literatürde önemli bir kabul görmüştür. Çünkü Kahneman yaptığı çalışmalarda yatırımcıların bilgiden ziyade duygular ve sezgilerle hareket ettiğini ortaya koymuştur (Ateş, 2007: 45-46). Kahneman'ın sonraki yıllarda Amos Taverky ile birlikte geliştirdiği beklenti teorisi, bireysel davranışları açıklamakta önemli bir işlev görmüştür (Çam ve Hırka, 2021: 962; Aydın ve Ağan, 2016: 96). Sonraki yıllardaki bilimsel katkılarla davranışsal finans yaklaşımı önemli bir kabul görmüş, finansal piyasalardaki sapma ve dalgalıların açıklanmasında önemli bir model haline gelmiştir (Doğan, 2016: 340).

## **1.2. Davranışsal Finansın Amaçları**

Davranışsal finansın başlıca amacı; bireylerin yatırım kararlarında etkili olduğu düşünülen duygusal ve bilişsel eğilimlerin incelenmesidir. Çünkü geleneksel finans yaklaşımında, tüm bireylerin akılcı hareket ettikleri ve tamamen kazançlarını artırma odaklı kararlar aldıkları varsayılmaktadır. Etkin piyasa hipotezine göre de şeffaf olduğu kabul edilen bilgi hassasiyeti, standart beklentiler ve geçmiş hatalardan çıkarılan dersler yatırımcı davranışlarını açıklamaktadır. Diğer yandan piyasalarda yatırımcı davranışlarını belirleyen unsurlar aynı zamanda duygusal, bilişsel ya da standart kabullerden uzak olabilmekte, bunların toplamı ise finans piyasalarının tamamını etkileyebilmektedir (Paksoy ve Aykut, 2021: 51).

Finansal piyasalarda 1970'lerde başlayan dalgalanmalar ardından 1980'li yıllarda piyasaların karmaşıklaşması, davranışsal yaklaşımın kabul görmesinde oldukça etkili olmuştur. Öte yandan davranışsal finans modelleri bireylerin nasıl davranması gerektiğini değil nasıl davrandığını açıklayan bir model olarak öne çıkmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 249,253). İnsanların akılcı davranışlar sergilemediğini ileri süren davranışsal finans, finansal karar süreçlerinde duygularla birlikte insan beyninin başvurduğu kısa yolların önemine vurgu yapmaktadır. Beyin kendi sistematiği içerisinde hızlı bir şekilde işlemekte ve çeşitli kestirme yollara başvurarak insanların rasyonel olmayan karar ve davranışlarda bulunmasına neden olmaktadır. Bu kısa yolların çok önemli bir kısmı esasında psikolojik önyargılardan oluşmaktadır (Ateş, 2007: 50).

Yatırım kararlarının alınmasında karar araçlarından yararlandığı bilinmektedir. Piyasalardaki mevcut bilgi sistemi ve finansal unsurlar, sistematik bir şekilde insanların yatırımla ilgili kararlarını ve bu kararların sonuçlarını etkilemektedir. Bu bağlamda yatırımcı davranışı da davranışsal finansın konusunu oluşturmakta, insanların yatırım davranışlarına yön veren psikolojik etkenler ve eğilimler tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bir başka ifadeyle, yatırım piyasasında insanların piyasa verilerini nasıl yorumladıkları, ne tepki verdikleri ve yatırım kararına bu psikolojinin nasıl yansıdığı üzerinde durulmaktadır. (Jagongo ve Mustwenje, 2014: 92).

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere davranışsal finansın başlıca hedefi; finansal yatırımların ve finans piyasalarının hareketlerine yön veren psikolojik ve duygusal unsurlara açıklama getirmektir (Chaffai ve Medhiolup, 2014: 527). Davranışsal finansın bu amaçla ulaştığı çıkarımlar sayesinde insanlar hem kendilerini hem de piyasaları daha iyi anlayabilecekleri, profesyonel danışmanların daha gerçekçi ve kaliteli şekilde hizmet sunabilecekleri ve piyasalardaki genel tablonun daha kolay yorumlanabileceği düşünülmektedir. Çünkü yatırımcıların, psikolojik durumları, aileleri, yakın çevreleri, demografik özellikleri, aracı kurumların yönlendirmeleri ve medyanın yarattığı etki gibi çok fazla sayıda değişken yatırımcı davranışı üzerinde etkili olabilmektedir. Dolayısıyla oldukça geniş kapsamlı bir bakış açısı gerektirmektedir (Kendirli ve Kaya, 2015: 226).

Davranışsal finans, finans piyasalarında bireylerin sergiledikleri, düzenli ancak akılcı olmaktan uzak davranışları hedef almaktadır. Bu davranışların ve onlara yön veren psikolojik eğilimlerin tespit edilmesi ile ilgilenmektedir. Çünkü yatırımcılar

kimi zaman öngörülenin aksine davranışlar sergilemekte ve hata yapmaktadırlar. Bu hataya neden olan eğilimler, davranışsal finansın ilgi alanına girmekte, rasyonellikten uzak kararlara neden olan bu eğilimlerin açıklanması yapılmaya çalışılmaktadır. Davranışsal finans yaklaşımı, insanların hem bilinçli hem de düzenli olarak eldeki bilgileri yorumladıklarını ve buna bağlı bireysel davranışlar sergilediklerini iddia etmekte, bunlara açıklama getirmeyi amaçlamaktadır (Öztopçu, 2016: 16).

Öncelikli olarak davranışsal finans yaklaşımında; insanların tümünün rasyonel olduğu düşüncesi dışlanmakta ve normal oldukları kabul edilmektedir. Çünkü insanların tümünün rasyonel kabul edildiği iktisat teorilerinin yatırımcı davranışlarını ve piyasa hareketlerini açıklamakta yetersiz olduğu bilinmektedir. Davranışsal finansın yalnızca çıkış noktası değil metodolojisi de geleneksel olanlardan farklıdır. Çünkü bu yaklaşımda öncelikle piyasada etkili olan yatırımcı davranışları mercek altına alınmakta, daha sonra bu incelemeler ışığında yatırımcı davranışları açıklayan model ortaya çıkarılmaktadır. İnsanları standart bir rasyonalite içinde değil de farklı ve kendi içinde değişken varlıklar olarak kabul ederken, finansal varlıkları da piyasa değerleri ile bireysel eğilimlerin biçtiği değerler arasındaki fark üzerinden ele almakta, açıklamaktadır (Tufan ve Sariçiçek, 2013: 167).

### **1.3. Davranışsal Finansın Temel Dayanakları**

1980'li yıllara gelindiğinde psikoloji biliminden de destek alan davranışsal finans, piyasalara yön veren yatırımcı davranışlarının klasik teorilerin varsayımlarıyla açıklanamayacak ölçüde karmaşık süreçlerin bir sonucu olduğunu iddia ederek tüm dikkatini yatırımcıların psikolojilerine, genel kabullerine ve eğilimlerine çevirmiştir. Özellikle, bireysel risk algısının karar süreçlerindeki büyük etkisi üzerinde durulmuş, bireylerin ruhsal dalgalanmalarının yarattığı anlık değişimlerin “rasyonel birey” algısını geçersiz kılarak sorgulanmasına neden olmuştur. Davranışsal finansla klasik finansı ayıran bir başka detay ise kullandıkları metodolojilerdir. Klasik finansı temel alan çalışmalarda öncelikli olarak bir model ortaya çıkarılmakta, ardından da ampirik çalışmalarla ortaya çıkarılan modelin doğruluğu test edilmektedir. Davranışsal finansta ise öncelikli olarak yapılan piyasa davranışlarının gözlemlenmesidir. Daha sonra gözleme dayalı tespitler üzerinden oluşturulan modellerle piyasalardaki davranış şekillerinin açıklanması yapılmaya çalışılmaktadır. Bir başka ifadeyle, davranışsal finansta açıklanmaya çalışılan yatırımcıların nasıl davranması gerektiği değil nasıl davrandığının kendisidir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 249,253).

Davranışsal finans; piyasa ve yatırımcı davranışlarının açıklanmasında psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi birçok disiplinden faydalanan, bu davranışlara yön veren unsurların tespit edilmesi amacıyla hareket eden bir alan olarak kabul edilmektedir. Bu farklı disiplinlerin prensipleri aracılığıyla finansal piyasaların hareketlerinin daha rasyonel ve geniş kapsamlı anlaşılması amaçlanmaktadır (Cornicello, 2003: 23; Otluoğlu, 2009: 26).

Karar vermek birçok kişi tarafından bir sanat olarak kabul edilmektedir. Çünkü karmaşa içinde bir sonuca varmak demektir ve mücadele gerektirir. Diğer yandan aynı zamanda bilinçli seçim yapmayı gerektiren bilişsel bir süreçtir. Yatırım kararı da aynı şekilde karmaşık bir süreçle verilir ve doğru karar önemlidir. Yatırımcılar bu süreçte pazarlarını dikkatle inceleyerek risk, kazanç, tolerans gibi kriterleri dikkate alarak ve bunlar üzerinden çıkarım yaparak karar verirler. Ancak, davranışsal finans, sürecin ve koşulların her yatırımcı için aynı olmadığını, bu kriterlerin ya da koşulların her yatırımcıyı aynı oranda ve şekilde etkilemediğini iddia etmektedir. Bu bağlamda her yatırımcının her koşulda ve zamanda rasyonel davranmasını beklemek ne gerçekçi ne de gereklidir (Abdeldayem, 2016: 74).

Davranışçılık kavramının psikoloji literatürde yer almaya başlaması ilk 1913 yılında ve John D. Watson'ın çalışmaları ile olmuştur. Davranışsal finansın zeminini hazırlayan ise 1759 yılında yazdığı "Ahlaki Düşünce Sistemi" isimli eserinde "riskten kaçınma" ve benzeri kavramları ilk kez kullanan Adam Smith olmuştur. Adam Smith'in düşüncelerine ilk destek, çağdaşı olan düşünür Jeremy Bentham'dan gelmiştir. Bentham kendi çalışmalarında psikolojinin finansal karar ve davranışlarla olan ilişkisine değinmiş, faydanın psikolojik boyutuna dair araştırmaları ile dikkat çekmiştir (Özçelik, 2018: 14).

Finans alanında bu gelişmeler yaşanırken psikoloji alanında da önemli gelişmeler yaşanmış, Freud'un iç gözlemi temel alan psikoloji yaklaşımına alternatif olarak John B. Watson'ın ortaya attığı dış gözlem yaklaşımı ve buna bağlı davranışlar psikoloji literatürüne girmeye başlamıştır. Watson özet olarak; gözlenebilen ve aynı zamanda ölçülebilen insan davranışlarını dikkate almadan bilimselliğin koşullarının yerine getirilmesinin mümkün olmadığını ifade etmiş, psikolojinin ekonomi davranışlarının değerlendirilmesinde başvurulan ölçüler arasında yer almasını sağlamıştır. Davranışsal psikoloji ile birlikte bilişsel psikoloji de gündeme gelmiş daha sonra aralarında Amos Tversk ve Daniel Kahneman'ın da bulunduğu bazı psikologlar



tarafından modellenerek ekonomi alanında başvurulan bir yaklaşım olmuştur (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 298).

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmalara bakıldığında, yatırımcıların risk algısı ve menkul değerlere yönelik talebi üzerinde önemle durulduğu görülmektedir. Çünkü genel kanaat; insanların risk algısının yatırım kararında son derece etkili olduğu yönündedir ve bu nedenle riskin doğru algılanması yatırım kararının da doğru ya da yanlış olmasında belirleyici olacaktır. Ve eğer risk doğru algılanmadıysa bertaraf edilmesi için yapılacak eylemler de yanlış yönde ve etkisiz olacaktır. Davranışsal finans, kişinin risk algısı üzerinde belirleyici olan, psikolojik, demografik, sosyo-ekonomik ve doğrudan bireysel nedenlere bağlı unsurları mercek altına almaktadır (Kahyaoğlu, 2012: 54-55).

Davranışsal finansa karşı ilk zamanlar önyargılı bir tutum sergilense de son dönem araştırmaların psikolojik unsurların finansal kararlara etkisini ortaya koyan sonuçları sayesinde bu bakış açısı olumluya dönmüş, önyargılar büyük oranda yok olmuştur. Nitekim 1979 yılında psikoloji profesörü Kahneman'ın üzerinde çalıştığı ve insan sezgileri ile karar süreçlerini ele alan araştırmalar, hem psikoloji hem de finans dünyasında çığır açmıştır. Kahneman'ın bu çalışmaları ve elde ettiği sonuçlar, yatırımcıların kararlarında sanıldığı gibi yalnızca olasılık hesaplarının değil, psikolojik sezgilerin, psikolojik koşulların ve kestirme yolların da son derece belirleyici olabildiğini göstermiştir (Ateş, 2007: 45-46). Daniel Kahnemann ve Amos Tversky'nin birlikte oluşturdukları "Beklenti Teorisi", yatırım yapan kişilerde rastlanan ve rasyonel olmayan davranışların neden olduğu zararın açıklanmasına ışık tutmuştur. Nitekim Beklenti Teorisini daha sonra De Bondt ve Thaler (1985) da finansal anomalilerin açıklanmasını yapmak için kullanmışlardır (Çam ve Hırka, 2021: 962; Aydın ve Ağan, 2016: 96).

Devam eden yıllarda da bu sonuçlar çeşitli çalışmalara desteklenmiş, akılcı davranışın, kuralcı hareket etmenin, her zaman her koşulda ve her bireyde gerçekleşmediği kanıtlarla ortaya konmuştur. Yaşam her zaman matematik kuralları kadar açık ve kesin verilerle devam ettirilmemektedir. Çünkü insan psikolojisi pek çok dalgalanmanın, sapmanın, anomalinin ya da farklılığın kaynağı olarak her şey gibi finans dünyasını ve finans kararlarını da öngörülebilir olmaktan çıkarmaktadır. Sözelimi beklenti teorisine göre riskli koşullarda alınan kararların önemli bir kısmı inanç temellidir ve insanların böyle karmaşık durumları basit hale getirmek için

sezgisel davranmayı tercih etmektedirler. Yani aslında modern finans yaklaşımlarının aksine burada gerçek riskle bireylerin algıladığı riskin aynı olmadığına işaret edilmektedir (Doğan, 2016: 340).

İnsanlar yatırım kararları alırken, olası riskler ya da kazançlara ek olarak başka değişkenler üzerinden ve kazancı artırmaktan ziyade karar verenin tatminine yönelik karar alma eğilimindedirler. Yatırımcı davranışlarını bu tür değişkenler üzerinden analiz eden davranışsal finans, önemi gittikçe artan bir alan olarak etkinliğini artırmaktadır (Özer ve Korkulutaş, 2018: 391).

Piyasalarda ortaya çıkan sapmalar, yatırımcıların rasyonellikten uzak tutumları davranışsal finansın başlıca konusudur. Başka bir deyişle hisse senedi hareketleri, piyasalardaki işleyiş, ani dalgalanma ya da benzer öngörülemez durumlar bireysel psikolojik ya da sosyal farklılıklar üzerinden anlamlandırılmaya çalışılmakta, insanın var olduğu her alanda olduğu gibi finans alanında da insan faktörünün karmaşık etkisi davranışsal finans ile açıklanmaya çalışılmaktadır (Barak, 2008: 211-212). Bireysel davranışlar borsaları, hisse senedi fiyatlarını ya da benzer finansal parametreleri nasıl ve ne ölçüde belirler, sistematik yargı, yatırımcıların olası zihinsel, bilişsel hataları nelerden nasıl etkilenmekte ve etkilemektedir, hepsi davranışsal finansın konusu olarak araştırılmaktadır (Ege, vd., 2012: 176).

Davranışsal finans teorisi, bireylerin daima akılcı davranışlar sergilemediğini iddia etmekte, psikolojiden örneklemeler yaparak bu iddiasına kanıt sunmaktadır. Buna göre, algıda yanılma bu örneklerden biridir ve insan beyni, tıpkı bir bilgisayar gibi işlemektedir. Bilgiyi süzerken de bazı bilişsel kısa yollar oluşturarak ve duygusal eklentiler yaparak algılayıp karar vermektedir. Bilgi böyle hızlandırılmış süreçlerle kişinin beynine ulaşmakta, buna göre alınan kararlar ise çoğunlukla bu süreçlerden bağımsız alınan kararlarla uyuşmamaktadır. İnsanların oluşturduğu bu süzgeçler ve bilgiyi işlemede kullandıkları kısayollar, aynı zamanda onların psikolojik önyargılarıdır (Ateş, 2007: 50).

#### **1.4. Davranışsal Finans Modelleri**

Davranışsal finans modelleri, geleneksel finans modelleri üzerinden açıklanamayan bireysel davranışların ve bu nedenle ortaya çıkan ani fiyat dalgalanmalarının incelenmesi için oluşturulan modellerdir. “Anomali” adı verilen bu ani değişimlerin insan psikolojisinin bir sonucu olabileceği varsayımı ile ortaya atılan

davranışsal finans modelleri, davranışsal finans için de zemin oluşturmuştur. Bu amaç doğrultusunda ortaya çıkan davranışsal finans modelleri, aynı zamanda yatırımcı davranışlarını yeterli düzeyde açıklayamayan geleneksel modelleri de geçersiz kabul etmektedir (Özer ve Korkulutaş, 2018: 393).

Davranışsal finans alanında çalışan araştırmacılar farklı modeller geliştirmişlerdir. Bu modellerin genel yaklaşımı, piyasaların yatırımcı davranışları üzerinden şekillendiği yönündedir ve teorik olarak modeller de bu yaklaşımı ortaya koymaktadır. Davranışsal finans modelleri, psikolojiyi dikkate alarak ulaştıkları yatırımcı davranışları ile ilgili bulgular üzerinden varsayımlar yapmaktadırlar. Psikolojik bulgulara dayanılarak kurulan yatırımcı modellerinden faydalanılarak yatırımcı davranışlarının ve piyasalara etkisinin daha doğru anlaşılacağı düşünülmektedir (Ege, vd., 2012: 176).

Davranışsal finans modelleri, hali hazırdaki etkin piyasalar teorisinin gerçekçi olmadığını iddia etmektedir. Son dönemlerde bu konuyla ilgili yapılmış çok sayıda ampirik araştırma olduğu görülmektedir. Bu çalışmaların özellikle odaklandığı üç model dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in birlikte oluşturduğu “temsili yatırımcı-representative agent” modeli, ikincisi Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998) in birlikte oluşturduğu “yanlı kendini affetme modeli” ile “aşırı güven” modelleri, üçüncüsü ise Hong ve Stein (1999)'in oluşturdukları “interaktif ilişki” modelleridir (Barak, 2008: 212).

#### **1.4.1. Beklenti Modeli**

Psikolog Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin ortaya attığı; riskli durumlarda ya da belirsiz koşullar içinde karar vermek durumunda kalan insanların, bazı psikolojik unsurlardan etkilendiğini iddia eden teorisinin adı “Prospect Theory” yani “Beklenti Teorisi”dir. Aynı zamanda davranışsal finans teorisinin zeminini oluşturduğu düşünülen beklenti teorisi; klasik finans yaklaşımlarının ileri sürdüğü beklenen fayda teorisinin tersine bir bakış açısı içermekte, her yatırımcının algısındaki kayıp, kazanç ya da risk algısının farklı olabileceğini, bu risk algısının yatırımcıların bireysel beklentileri doğrultusunda farklı farklı şekillendiğini savunmaktadır (Paksoy ve Aykut, 2021: 52).

Geleneksel finans teorilerinde yatırımcıların standart rasyonel davranışlar sergileyecekleri öngörüldüğü için beklenen fayda teorisi önen çıkmakta, belirsiz

zamanlarda ve koşullarda alınan finansal kararların tamamen fayda odaklı olduğu iddia edilmektedir. Dolayısıyla marjinal bir faydanın risk almaktan kaçınanlar için negatif, sevenler içinse pozitif değer olduğu düşünölmektedir (Paksoy ve Aykut, 2121: 51; (Öncü ve Özevin, 2017: 586-588); Süer, 2007: 98). Bernoulli'nin ortaya attığı beklenen fayda teorisi, ölçülebilir özellikteki bir faydanın yatırımcı davranışlarını açıklayacağı düşüncesi üzerine kurulmuştur ve belirsizlik durumunda alınan kararların ardında bu fayda beklentisinin olduğu düşünölmektedir (Tufan ve Sarıççek, 2013: 175). Beklenti teorisi ise bu standart faydacı yaklaşımın aksine, belirsiz durumlarda ve koşullarda yatırımcı davranışlarına yön veren başka unsurların olduğunu, bireysel beklentilere bağlı olarak ortaya çıkan davranışların rasyonel olmayabileceğini iddia etmektedir (Öncü ve Özevin, 2017: 586-588); Süer, 2007: 98).

Kahneman ve Tversky tarafından ileri sürölen Beklenti Teorisi'nde, bireylerin psikolojisinin önemi ve rolü belirtilmekte ve aynı zamanda anomalilerin, sezgilerin ve önyargıların finansal karar alma eylemlerinde etkili olduğu ifade edilmektedir (Yaşar, 2008, s. 51). Bu teoriye göre davranışsal eğilimler, bireylerin sistematik olarak gerçekleşecek rasyonel davranışlardan uzaklaşmasına sebep olmaktadır. Yatırımcılar, kayıptan kaçınma davranışlarıyla risk alabilirler ve bu teoriye göre kayıplar kazançlarından daha fazla önem taşımaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979, s. 285). Sonuçta bu çalışmalarla, bireylerin rasyonel olarak riskten kaçamadıkları belirtilmiştir (Akdeniz ve Turan, 2021: 1018).

#### **1.4.2. Aşırı Güven ve Kendine Atfetme Modeli**

Aşırı güven modeli ile yanlı kendine atfetme modeli, psikolojik bulgulara dayanılarak şekillendirilmiştir. Yatırımcı bireylerin kendine olan aşırı güveniyle ilgili bu modelin çıkış noktası, anlama, kavrama gibi bilişsel süreçler ve araştırmaların sonuçlarına dayalı kanıtlardır. Bu modele göre yatırımcılar, ellerinde olan bilgiye gereğinden fazla ya da abartılı bir şekilde güvenmektedirler. Yanlı kendine atfetme modelinde ise; elindeki bilgiye duyduğu güvenle yatırım kapasitesi arasında bağ kuran yatırımcı modeli resmedilmektedir. Bu modellerin ikisi de psikoloji kaynaklı davranışlarıdır ve hisse senetlerinde geleceğe dönük otokorelasyonun da sebepleri arasında gösterilmektedir ( Barak, 2008: 213).

Güven ile kesinlik arasında var olduğu düşünölen pozitif yönlü fark, aşırı güveni açıklamaktadır. Aşırı güven sahibi olan insanların sahip oldukları bilgiyle ilgili

inançları abartılı ve gerçekdışıdır. Herkesten fazlasını ve doğrusunu bildiklerine inandıkları için yatırım kararlarına bu gerçek dışı inancın etki ettiği düşünülmektedir. Yapılan araştırmalar da aktif yatırımcıların neredeyse yarısından fazlasının kendine aşırı güvendiğini, kendi yeteneklerini ortalamanın üzerinde bulduklarını doğrulamaktadır (Karaca, 2015: 60).

Bu davranışsal finans modelinde aşırı güven ve yanlış kendine atfetme eğilimi üzerinde durulmaktadır. Sahip oldukları bilgiye ve kendilerine aşırı düzeyde güvenen yatırımcılar, rasyonel olmakla birlikte kendilerindeki bilgiye ve beceriye sahip olmayan diğerlerine karşı kendilerinin avantajlı ve üstün olduğuna inanırlar. Bu yüzden de aldıkları kararlarla kimi zaman piyasalarda aşırı reaksiyona neden olabilmektedirler. Bu modelinin temelinde de hisse senedi değerlerinin, bireylerin sahip olduğu özel bilgilere karşı aşırı, kamu sinyallerine karşı ise düşük düzeydeki reaksiyonuna yönelik ilgi yer almaktadır (Küden, 2014: 25).

Bilişsel psikoloji üzerine yürütülen araştırmalar, insanların çoğunluğunun kendine aşırı düzeyde güven duyduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle insanların büyük çoğunluğu sahip olduğu bilgiye gereğinden fazla güvenmekte ve bu nedenle olası riskleri daha düşük, bilgi ve becerilerini ise daha yüksek algılamaktadır. Bu algı ise insanlara tüm sonuçları kolayca kontrol edebilecekleri yönünde gerçekçi olmayan bir özgüven vermektedir. Aşırı güveni tetikleyen nedenler arasında bir işte yakalanan erken başarı da yer almakta, finans dünyasında bu durum kendine aşırı derecede güvenen yatırımcılar olarak ortaya çıkmaktadır. Bu başarıları doğrudan kendi hanesine yazan ve güveni katlanan yatırımcılar, daha spekülatif ve riskli kararlar almaktadırlar (Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 169).

Finansal piyasalarda ortaya çıkan yüksek işlem hacmi, çoğunlukla yatırımcıların kendilerine olan aşırı güveninin bir sonucudur. Bu yöndeki eğilim bir yandan işlem harcamalarını artırırken bir yandan da düşük çeşitlendirmeye neden olmaktadır. Sonuç olarak bazı riskleri görmezden gelerek kendi bilgi ve becerisine aşırı güvenen yatırımcılar kazançlarını ya da varlıklarını kaybedebilmektedirler (Aydın ve Ağan, 2016: 98). Bu aşırı güven duygusu aynı zamanda aşırı iyimserliğe de neden olmakta, geleceğe dönük tahminler gerçekçi olmayan bir pozitiflikle yapılmaktadır. Kişiler olacak olandan ziyade olmasını istedikleri yönünde bir beklenti ile karar vermekte bunun yaparken yeteneklerini de abartma eğiliminde olabilmektedirler. Yapılan

araştırmalarda da yatırımcıların kendini kandırma eğiliminin yüksek olduğuna işaret etmektedir (Aydın ve Ağan, 2016: 98).

Aren (2019: 132)'in, Schaefer (2004)'ten aktardığına göre; insanların büyük çoğunluğu aldıkları kararların doğruluğunu abartma ve kendilerine aşırı derecede güven duyma eğilimi içindedir. Ancak bu abartı kaynaklı ve hatalı yargı, bireyleri başka hatalı tercihlere, kararlara sevk edebilmektedir. Yapılan başka çalışmalarda da güven ve gerçeklik arasındaki fark, aşırı güven olarak ifade edilmektedir. Ortalamanın üzerinde, bilgi, beceri ya da kavrayışa sahip olduğuna inanan yatırımcılar da fazla risk yüklenerek yanlış kararlar almaktadırlar. Her yatırımcının kendine has bir bilgi birikimi ve becerisi olacaktır mutlaka ancak, bu davranış modeline konu olan yatırımcı; kendi bilgi ve becerisini abartarak hareket eden, finansal kararlar veren yatırımcıdır. Bu nedenle bu yatırımcılar piyasaların doğası gereği karşılaşılabilecek riskleri ve belirsizlikleri yeterince dikkate almamaktadırlar (Aren, 2019: 132). Aşırı güven eğilimi başlıca şu üç ana başlık altında ele alınmaktadır. Bunlardan ilki; Tahmini Abartma - Hatalı Ayarlama, ikincisi; Ortalamadan Daha İyi Değerlendirme - Konumun Abartılması ve üçüncüsü; Kesinliği Abartmadır (Aren, 2019: 132).

### **1.4.3. Hayal Kırıklığından Kaçınma Teorisi**

Pişmanlık kavramı en basit şekliyle; alternatifler arasından yapılan seçimin beklendiği gibi en iyi ya da doğru seçim olmadığının anlaşılmasıyla, bireyin yaşadığı olumsuz duygu olarak tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle de diğer alternatifin seçilmesi halinde daha iyi bir durumda olunacağını farkına varılması, pişmanlık olarak açıklanmaktadır. Tam tersi olduğunda yani yapılan seçimin doğru ve yerinde olduğu anlaşıldığında memnuniyet duyulmakta, pişmanlık ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla alınan tüm kararların pişmanlıktan kaçma odaklı olmadığı, bazı kararların mutluluk, memnuniyet yaşama odaklı alındığı düşünülmektedir. Hayal kırıklığı ise çoğunlukla pişmanlıkla eş anlamlı görülüp kullanılmakla birlikte, esasen kişinin yaptığı seçime bağlı olarak ortaya çıkan sonuçlardan memnun olmamasını, beklediği sonuçla karşılaşamayarak mutsuz olmasını anlamına gelmektedir. Dolayısıyla pişmanlıktan farklı bir duyguyu ifade etmektedir (Aren, 2019: 145).

Bu eğilime davranışsal finans açısından bakıldığında, kişinin aldığı yatırım kararına bağlı sonucun istenileni vermemesi, getirinin tahmin edilenin altında kalması şeklinde ifade edilmektedir. Bir başka deyişle, tahmin edilenle elde edilen arasındaki

fark arttıkça hayal kırıklığının düzeyi de artmaktadır. Hayal kırıklığından kaçınma eğilimi üzerine çok sayıda çalışma yapılmış, hayal kırıklığı yaşama kaygısının baskı oluşturarak yatırım kararlarını negatif yönlü etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu eğilimde olan yatırımcıların doğru tahmin düzeyinin , olmayanlara oranla daha düşük olduğu bu çalışmaların sonuçlarında ifade edilmektedir (Paksoy ve Aykut, 2021: 54-55).

#### **1.4.4. Pişmanlık Teorisi**

Yatırımcılar, doğal olarak doğru tahminler yapıp doğru kararlar vermek ve yatırımlarının zararla ya da başarısızlıkla sonuçlanmamasını istemektedirler. Pişmanlık teorisi bu noktada; karda olan yatırımcıları satışa ikna etmenin, zararda olan yatırımcıları satışa ikna etmekten kolay olduğu düşüncesine dayanmaktadır ve bu durum pişmanlıktan kaçınma davranışı, eğilimi olarak tanımlanmaktadır. Yatırım kararı aşamasında da pişmanlık duygusunun etkili olduğu, pişmanlıktan kaçınma eğiliminin, hata yapmaktan korkan insanların yatırım kararlarını negatif etkilediği düşünülmektedir. Çünkü bu eğilimde olan yatırımcılar, yatırım kararlarını makro ölçekli bir pencereden bakarak değil, hata yapma, pişman olma korkusu ile ve dar bir pencereden bakarak almaktadırlar (Öztopçu, 2016: 45).

Yatırımcıların genel eğiliminin; değer kaybeden hisse senetlerini daha uzun süre ellerinde tutma yani bekleme, değer kazanan hisse senetlerini ise daha çabuk satma yani karı riske atmama yönünde olduğu bilinmektedir. Ekonomi alanında bu durum, pişmanlık teorisi olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcıların herhangi bir hisse senediyle ilgili satma kararında, o hisse senedinin alınış fiyatının son derece etkili olduğu ifade edilmektedir. Ancak bu etkilenme, pişmanlıkla sonuçlanacak kararların alınmasına neden olabilmektedir. Daniel Kahneman, da finansal kararların altında yatan etkenlerin yalnızca para odaklı olmadığına dikkat çekmekte, pişmanlıktan kaçınma ya da kişinin gurura kapılması gibi psikolojik unsurların etkili olduğunu ifade etmektedir. Yatırımcılar, kendilerinde pişmanlık yaratacak kararlar almaktansa güvende hissedecekleri kararlar almayı tercih etmektedirler (Küden, 2014: 59).

#### **1.4.5. Temsili Yatırımcı Modeli**

Temsili Yatırımcı Modelinde birey, muhafazakarlık ile temsil edilebilirlik üzerinden iki farklı boyutta yargı hatası yapmaktadır. Muhafazakarlık; bireylerin yeni bilgi, veri sahibi olmalarına rağmen geçmiş inançlarından ve buna bağlı tutumlarından

vazgeçememeleri olarak açıklanmaktadır. Temsil edilebilirlik yanlılığı ise; bireylerin bir karar alırken en güncel olan, göze çarpan ya da diğerlerinden farklı görünen seçenekler üzerinde durması, onlara ağırlık vermesi şeklinde açıklanmaktadır. Bu yaklaşım doğal olarak istatistiki verilerin yeterince dikkate alınmamasına neden olmaktadır. Bu modelde, bireyin verdiği yetersiz düzeydeki reaksiyon muhafazakarlık olarak, aşırı reaksiyon da temsil edilebilirlik yanlılığı olarak değerlendirilmektedir (Barak, 2008: 212).

Yatırımcıların zihnindeki değişmeli bir rejim algılaması olarak ifade edilen sbu üreç, Markov süreci adıyla modellenmiştir. Buna göre yetersiz reaksiyon; finansal karlarda ortaya çıkan farklı yöndeki bir değişikliğin yeniden ortalamaya döneceği yönündeki inancı, aşırı reaksiyon ise aynı yönde ve üst üste bir reaksiyon alındığında bunun yeni bir trend olarak yorumlanması eğilimidir. Bu iki farklı tüpteki reaksiyon bu modelde, muhafazakarlık ve temsil edilebilirlik yanlılığı şeklinde ele alınmaktadır (Küden, 2014: 24).

Temsili Yatırım Modelinin yaratıcısı olan Barberis, Shleifer ve Vishny, bu modeli açıklarken; yatırımcıların finansal kararlar alırken temsililik ve muhafazakarlık yönünde bazı yargı hatalar yaptıklarını, daha etkin olması beklenen şirket kararlarının rassal yürüyüş modeline uygun olması durumunda bile bireylerin temsil etme kısıyolunu ve muhafazakarlık eğilimini göstererek yatırım kararı aldıklarını ifade etmiş ve bu davranış modelini temsili yatırımcı modeli olarak açıklamışlardır. Bu modele göre, zaman içinde istikrarlı bir şekilde büyüyen işletmeler, bu performanslarını da dikkate alarak en son, en çok ve en olağandışı gördükleri seçeneklere yönelmektedirler (Özçelik, 2018: 22-23).

#### **1.4.6. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli**

Bu teorinin temelinde, yatırımcıların kendilerine olan aşırı güveni ve yine kendilerine yönelik önyargılı atıfları nedeniyle ortaya çıkan güven farklılıkları yer almaktadır. Yapılan araştırmalar, yatırımcıların kendilerine olan bu aşırı güveninin, farklı sebeplere dayanarak bireysel yeteneklerini gereğinden fazla abartmalarından kaynaklandığını bilişsel ve psikolojik çalışmalarla ortaya koymaktadır. Finans piyasalarında bazı araçlar yoluyla bilgi üreten analistler ya da yatırımcılar bulunmaktadır. Eğer bir yatırımcı, bu anlamdaki yeteneğinin diğerlerinden fazla olduğu algısına kapılırsa hatalı bilgi üretecek veya hatalı kararlar alacaktır. Çünkü



ürettiği bilgiyle ilgili bu gerçekçi olmayan aşırı düzeydeki güven, yatırımcının herkese açık olandan fazlasına, özel bilgi sinyallerine sahip olduğu algısını yaratarak hata yaptıracaktır (Daniel, vd., 1998: 1841).

Daniel, Hirshleier ve Subrahmanyam'ın oluşturdukları bu davranışsal finans modeli, yatırımcıların kendilerine duydukları aşırı güven ile yanlış kendine atfetme eğilimi üzerine kurulmuş olan bir modeldir. Bu modelin dayanağını, aşırı güven olgusuyla ilgili olarak yürütülen, anlama veya kavrama gibi bazı psikolojik çalışmaların verileri ve sundukları kanıtlar oluşturmaktadır. Yanlış kendine atfetme eğilimi ise; bireyin bilgisine olan abartılı güveni ile yatırıma bağlı ortaya çıkan performans arasındaki ilişki olarak açıklanmaktadır. Bu eğilim, temelde psikolojik bir davranış biçimidir ve ileriye dönük hisse senetlerindeki yansıması olumsuz olmaktadır (Daniel ve diğ., 1998: 1839).

Daniel, Hirshleier ve Subrahmanyam'ın ortaya attığı bu model her ne kadar temsili yatırımcı modeli ile çok benzer olsa da aralarındaki temel fark; bu modelin de psikolojik algı hatalarını esas almakla birlikte, yatırımcıların rasyonel ancak kenlerinde olan özel bilgiye sahip olmayan diğer yatırımcılara karşı hamle yaparken, sadece kendilerinin sahip olduğu özel bilgiye, herkese açık olandan fazla güvenerek aşırı reaksiyona sebep olmalarıdır (Barak, 2008: 212-213).

#### **1.4.7. Hong ve Stein Modeli**

Hong ve Stein Modelinin, temelde Barberis ve diğerlerinin ortaya attığı modelle ortak hedefleri olmakla birlikte, asıl üzerinde durduğu konu; “heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki” dir. Bir başka ifadeyle bu model, yatırımcı davranışlarını incelemekten ya da açıklamaktan çok heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye yoğunlaşmaktadır. Bireysel yatırımcıların sahip oldukları varsayılan bilişsel önyargılar ve daha çok da heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki, bu modelin çıkış noktası olarak kabul edilmektedir. Bu model, finans piyasalarında başlıca iki tür yatırımcı olduğunu iddia etmekte, bunları; “haber avcısı” ve “momentum yatırımcısı” şeklinde adlandırmaktadır. Bu iki tür yatırımcının da yalnızca tek çeşit bilgiyle hareket ettikleri, rasyonel yapılarının da dar olduğu varsayılmaktadır. Bu bağlamda sözkonusu yatırımcıların her ikisinin de rasyonelliklerinin sınırlı olduğu ve her yatırımcının sahip olabileceği, standart türde kamusal bilgiye sahip oldukları düşünülmektedir. Bu modele göre sınırlı rasyonellik; arbitrajcılara geniş ve güvenli bir alan sağlamakta,

dolayısıyla erçeklikle daha tutarlı sonuçlar alınmasını sağlamaktadır (Hong ve Stein, 1999: 2144).

Hong ve Stein'in birlikte geliştirdikleri davranışsal finans modeli, interaktif ilişki tabanlı ve özellikle iki tür yatırımcı üzerine odaklanmış bir model olarak bilinmektedir. Her ikisinin de tam olarak rasyonel olmadıkla kabul edilen bu yatırımcılar, haber avcıları ile momentum yatırımcıdır. Bilgi ve hareket anlamında sınırlılıkları olan bu yatırımcılar psikolojilerinden ziyade, bilişsel önyargılarına ve karşılıklı interaktif ilişkilerine dikkat edilmektedir. Hong ve Stein'in modeli, daha basit bir anlatımla; aşırı reaksiyon ile daha düşük düzeydeki reaksiyonun birleşimi üzerinde durmaktadır ve özel bilgiye sahip, düşük reaksiyon yaratan yatırımcılara karşı bu düşük reaksiyondan yararlanarak kara geçen yatırımcılar olduğu görüşünü benimsemektedir. Bu modele karşı genek yaklaşım da uygulanabilir olduğu yönündedir (Özçelik, 2018: 24-25).

#### **1.4.8. Etkin Piyasalar Hipotezi**

Etkin piyasa görüşü, piyasa kusurlarının ölçülebileceği bir kıyaslama olarak kabul edilebilse bile, davranışsal finans, akademik öğretimde yaklaşımın egemenliğini sorgular. Klasik finans modelleri, finansal piyasalardaki gerçek sonuçlara belli belirsiz yakın olan tahminler üretmede başarısız olmaktadır (Montier 2002). Davranışsal finans genellikle etkin piyasa hipotezi bağlamında tanıtılır. Etkin piyasa hipotezindeki varsayım, yatırımcıları yönlendiren tek faktörün kâr maksimizasyonu olduğudur. Bu, yatırımcıların rasyonel olarak çalıştıkları ve beklenen getiri oranlarını maksimize etmeyi amaçladıkları anlamına gelir. Yatırımcılar menkul kıymetler hakkında bilgi aldıklarında, menkul kıymetlerini satın alma, satma, ihraç etme veya elde tutma konusunda kendi bilgilerine dayanarak karar verirler. Mevcut bilgiler doğrudan yatırımcıların kararlarıyla ilgilidir. Fiyatlar, talep ve arz eğrilerinin kesişimine göre oluşur. (Smith 2008).

Piyasaların etkinliği, zaman içinde hisse senedi fiyatlarının nasıl değiştiğini anlamayı sağlamaktadır. Hisse senedinin gerçek değerini tespit etmek, hisse senedi değerlemesinin temel amacıdır. Yatırımcılar böylece, piyasa değeri ile gerçek değeri karşılaştırarak, piyasa değeri gerçek değerinin altında kalan hisse senetlerini tespit ederek bu senetlere yatırım yapacaklardır. Etkin bir piyasada bu iki değer birbirine eşittir ve hisse senedinin gerçek değerini saptamaya gerek yoktur.

Etkin Piyasalar Hipotezi, E. F. Fama tarafından 1970 yılında literatüre dâhil edilmiştir. Hipotezin ortaya çıkışında tam rekabet piyasası göz önünde bulundurularak bu piyasanın mevcut kuralları sermaye piyasalarına uyarlanmıştır (Gürsoy, 2014: 297).

Piyasada her zaman çok sayıda alıcı ve satıcı bulunduğundan, fiyat hareketleri her zaman verimli (yani zamanında, güncel bir şekilde) gerçekleşir. Bu nedenle, hisse senetleri her zaman mevcut adil piyasa değerinden işlem görmektedir. Teorinin ana sonucu, hisse senetleri her zaman adil piyasa değerinden işlem gördüğü için, düşük değerli hisse senetlerini bir pazarlıkla satın almanın veya aşırı değerli hisse senetlerini ekstra karlar için satmanın neredeyse imkansız olmasıdır.

Hipotezin zayıf, yarı güçlü ve güçlü form olmak üzere üç farklı varyasyonu bulunmaktadır. Üç farklı varsayılan piyasa etkinliği seviyesini temsil eder.

Piyasa fiyatları üzerinde etkili olan bilgiler göz önünde bulundurulduğunda, piyasa üç seviyeye ayrılmaktadır. Zayıf formda, yarı güçlü formda ve güçlü formda piyasa etkinliği şeklinde ayırt edilmektedir. (Degutis ve Novickyte, 2014: 9; Fama, 1970: 416)

**Zayıf formda etkinlik seviyesi;** Hisse senedi piyasa fiyatlarının şirket ile ilgili geçmiş tüm bilgileri (fiyatlar, işlem hacmi vb.) yansıttığını belirtir ve hipotezin en düşük bilgi seviyesidir. Zayıf formda piyasada yatırımcılar zaman serileri analizi, teknik analiz gibi analizleri kullanarak normalin üzerinde getiri elde edemezler.

**Yarı güçlü formda etkinlik seviyesi;** Yatırımcının geçmiş verilere ek olarak şirket ile ilgili kamuya açıklanmış tüm bilgileri kullanarak anormal getiri sağlayamayacağını belirtir. Bu nedenle yarı güçlü formda piyasada yatırımcılar teknik analiz yanında finansal tablolar analizi gibi temel analiz ile normalin üzerinde getiri elde edemezler

**Güçlü formda etkinlik seviyesi;** Hipotezin en yüksek seviyesidir. Hisse senedi piyasa fiyatları kamuya ait olan veya olmayan tüm bilgileri yansıtmaktadır. Bu seviyede hiç kimse, edinmiş olduğu özel bilgilerle normalin üzerinde kazanç elde edemez. Çünkü kamuya açıklanmış ya da açıklanmamış bilgilerin tümü tüm yatırımcılara çok hızlı şekilde ulaşır ve bu bilgiler çok hızlı olarak fiyatlara yansır. (Kocaman, 1995: 32-35; Bildik, 2000: 9;).

Etkin piyasalar hipotezini destekleyen birçok olay olmasına rağmen, son dönemlerde yapılan akademik çalışmalar çerçevesinde bu hipotezin geçerliliğine ilişkin şüpheler oluşmuştur. Çalışma bulgularında hisse senedi getirilerinde

anomalilerin (alışılmışın dışında) olduğu tespit edilmektedir. Birçok bilim insanı yatırım kararlarında duyguların ve başka etkenlerin olduğunu ileri sürmektedir (Sümer ve Aybar, 2017:76).

#### **1.4.9. Beklenen Fayda Teorisi**

Beklenen Fayda Teorisi, geleneksel finansın temelini oluşturan bir diğer önemli yapıtaşdır. İlk olarak Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında ortaya atılan beklenen fayda teorisi, 1944 yılında John Von Neumann ve Oscar Morgenstern tarafından “Theory of Games- Oyunlar Teorisi ve Economic Behavior- İktisadi Davranış” ismiyle yayımlanan eserle geliştirilmiştir. Beklenen fayda teorisi, Kahneman ve Tversky’nin 1979 yılında ortaya atmış oldukları Beklenti Teorisi’ne kadar belirsizlik ve risk altında karar verme kuramı olarak işlenmiştir.

Beklenen Fayda Teorisine göre bireyler rasyonel davranırlar ve yapacakları tercihler sonucunda kâr maksimizasyonunu amaçlarlar. Kurama göre bireylerin zaman ve gelir gibi kısıtlılıkları olsa da kendi hazları yönünde kendisine en çok faydayı getirecek olanı seçme yaklaşımı gösterirler. Akılcı davranırlar, çoğu aza tercih ederler, tutarlı kararlar alırlar. Fakat akademik olan karşılık bulan çoğu araştırma neticesinde, yatırımcıların beklenen fayda teorisinin varsayımlarından saptıkları tespit edilmiştir.

Beklenen fayda teorisi, bireyin nasıl hareket ettiğini değil nasıl hareket etmesi gerektiğini göz önünde bulunduran bir yaklaşımdır. Oysaki gerçek hayatta bireyler, psikolojik faktörlerden (algılama, inanç vb.) etkilenebilir ya da çevresel duyumlarla hareket edebilirler. Bu nedenle bireyler her zaman kişisel çıkar hesabı yapmayabilir ya da akıl yürütmeyebilir.

Sonuç olarak, insanların risk ve belirsizlik altında aldıkları kararlarda psikolojik etkilerin varlığı aza indirilemeyecek derecededir. Dolayısıyla psikolojik etkenlerinde için içine girmesiyle klasik beklenen fayda teorisi uygun bir yaklaşım olmaktan çıkmakta ve insan davranışlarını çok yönlü inceleyen Kahneman ve Tversky’nin “Beklenti Teorisi” ile davranışsal finansın temelleri atılmış olmaktadır. Bu teori ile geleneksel modellerin açaıklamada yetersiz kaldığı insan davranışları ele alınmıştır

#### **1.4.10. Modern Portföy Teorisi**

Modern Portföy Teorisi (MPT), yatırımcıların belirli bir risk seviyesi için beklenen getiriye en üst düzeye çıkararak bir varlık portföyü oluşturmasına olanak tanıyan bir yatırım teorisini ifade eder. Diğer bir ifadeyle, riskten kaçınan

yatırımcıların, belirli bir piyasa riski düzeyine dayalı olarak beklenen getiriye optimize etmek veya maksimize etmek için portföyler oluşturabilecekleri fikrine dayanan ve riskin daha yüksek ödülün doğal bir parçası olduğunu vurgulayan bir yatırım teorisidir. Finans ve yatırım ile ilgilenen en önemli ve etkili ekonomik teorilerden biridir. Modern portföy teorisinin tamamı, alternatif yatırım araçlarından elde edilen getirilerin özellikleri ile ilgilidir. Getiri kavramı her zaman yatırımcıya nakit akışı artışı piyasa değerindeki değişim olarak tanımlanır. Daha kesin olmak gerekirse, belirli bir süre boyunca bir menkul kıymetin “getiri oranı”, menkul kıymetin fiyatındaki değişiklik artışı menkul kıymetin sahibine dönem boyunca tahakkuk eden nakit akışının, menkul kıymetin orijinal fiyatına bölünmesiyle elde edilen değerdir. Farklı varlık türleri dikkate alındığında getiri oranı kavramı değişmez. Hisse senetleri için getiri, hem temettülden hem de sermaye kazançlarından oluşurken, tahviller için ödenen faiz artışı fiyat değişikliğinin her biri ölçüm döneminin başındaki fiyata bölünerek elde edilir. Portföy teorisinin sorunları karmaşıktır, çünkü nadiren kesin olarak bilinebilen gelecekteki getirilerin tahmin edilmesi gerekir. Aslında, riskli veya stokastik bir değişken tahmin edilmelidir. Potansiyel bir yatırımcının aralarından seçim yapabileceği çok sayıda finansal araç ve alternatif fiziki yatırım vardır. Çoğu amaç için, getirilerin olasılık dağılımını tanımlayan iki ölçü üretmek yeterlidir: (i) bir merkezi eğilim ölçüsü ve (ii) bir dağılım ölçüsü (Ayan ve Akay, 2013:22).

Bir yatırımcı, mükemmel bir şekilde pozitif korelasyona sahip olmayan enstrüman kombinasyonlarını elinde bulundurarak portföy riskini azaltabilir. Tüm varlık çiftleri 0 korelasyona sahipse portföyün getiri farkı, varlıkta tutulan kesrin karesinin varlığın getiri farkı ile çarpımının tüm varlıklar üzerindeki toplamıdır. Bu teorem, etkin sınırdaki herhangi bir portföyün, belirli herhangi iki portföyün bir kombinasyonunu sınırdaki tutarak oluşturulabileceğini belirtir; verilen son iki portföy, teoremin adındaki "yatırım fonları" dır. Dolayısıyla, risksiz bir varlığın yokluğunda, erişilebilir olan tek şey bir çift verimli yatırım fonu olsa bile, bir yatırımcı arzu edilen herhangi bir verimli portföyü elde edebilir. İstenen portföyün sınırdaki konumu iki yatırım fonunun lokasyonu arasında ise, her iki yatırım fonu da pozitif miktarlarda tutulacaktır. İstenen portföy, iki yatırım fonunun kapsadığı aralığın dışındaysa, yatırım fonlarından biri açığa satılmalı, diğer yatırım fonundaki yatırımın büyüklüğü ise mevcut miktardan büyük olmalıdır (Jones, 2017:834).

#### **1.4.11. Varlık Fiyatlama Modeli**

Varlık fiyatlandırma modeli (VFM), halka açık hisse senetleri gibi finansal varlıkların fiyatını tanımlayan etkili ve popüler bir modeldir. VFM, yatırımcıların riskten kaçındıklarını ve üstlenme riskinin telafisi olarak ek getiri talep ettiklerini varsayar. Matematiksel finansın diğer birçok yönü gibi, VFPM de dolaylı olarak rasyonel beklentiler hipotezini desteklemektedir. VFM, rasyonel, refahı maksimize eden ajanların risk ve getiri arasındaki ilişkiyi ölçen bir “nesnel olasılık yarasını” anlayacaklarını ve buna göre hareket edeceklerini varsayar (Epstein, 1994:284). Verimli bir piyasa, yatırımcıların risk üstlenmelerini daha yüksek getirilerle ödüllendirir (Chen, 2021: 1-2).

Bir varlığın fiyatlandırması, risk ve zaman gecikmeleri için iskonto edilmiş ödemelerin veya nakit akışlarının bugünkü değeri olarak görülebilir. Ancak iskonto sürecinden kaynaklanan zorluklar, geri ödemeleri etkileyen ilgili faktörlerin belirlenmesidir. Piyasa sinyallerinde gezinmek ve getiriler üzerindeki etkilerini anlamak, varlık fiyatlandırmasının ana görevidir ve stratejik sonuçları uygulamak için gereklidir. Firma düzeyinde ve makro düzeyde karar verme sürecinde oldukça önemlidir. Varlık fiyatlama alanında geliştirilen modeller, ekonominin geri kalanında mevcut olan pozitif ve normatif gerilimi paylaşır. Cochrane (2005), varlık fiyatlandırma teorisinin bu son kullanımının, onun popüleritesinin ve pratik uygulamasının büyük bir kısmını oluşturduğunu belirtmektedir. Ayrıca ve belki de en önemlisi, potansiyel kamu veya özel yatırım projeleri, yeni finansal menkul kıymetler, satın alma beklentileri ve karmaşık türevler gibi birçok varlığın veya belirsiz nakit akışlarına ilişkin iddiaların fiyatları gözlemlenmez (Çelik, 2012:142).

#### **1.4.12. Zıtlık ve Momentum Stratejileri**

Yatırımcıların duygusal ve psikolojik durumu yatırım kararları üzerinde önemli bir etkidir. Psikolojik faktörler arasında yer alan korku ve stres unsurları yatırımcıların rasyonel kararlar almasını engelleyen faktörler arasında gösterilmektedir. Eğer bir yatırımcı yalnızca kazanç elde etmek umudu ve kaybetme korkusuyla veya stresli bir tedirginlikle karar alırsa, yatırım stratejisi ne kadar kusursuz bile olsa zarara uğrama olasılığı oldukça yüksektir. Yatırımcı psikolojisinde bu unsurların yer alması, yüksek bir kazancında önüne geçebilecektir.

Yatırım kararları üzerinde etkili olan birçok değişken bulunmaktadır. Her değişkenin her yatırımcı üzerindeki etkisi birbirinden farklıdır. Bazı yatırımcılar riskli severken, bazıları ise ileriye düşünerek ölçülü davranır. Bu faktörlerin etkilerini açıklayabilmek için, yatırımcıların karar verme aşamasında rasyonel mi yoksa irrasyonel mi davrandıklarına bakılması gerekir.

İnsanların psikolojilerine dair yapılan araştırmalardan çoğunun bulgularının neticesinde insanların sübjektif yanlılık gösterdikleri, kendi yetenek ve inançlarına aşırı güven duydukları saptanmıştır. Psikolojik bulgulara göre insanlar, mevcut bilgilerinin doğruluğunu ve zekalarını diğer bireylere kıyasla abartma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Finansal çerçeveden incelediğimizde ise aşırı güven, pazar katılımcısının kendi bilgi ve tahminlerini diğer katılımcılara göre üstün görmesidir. Bu sebeple yatırımcılar doğru tahminlerde bulduklarını düşündükleri için risklere karşı duyarsızlaşmaktadırlar. Kendi edindikleri bilgilere daha fazla değer biçtiklerinden ötürü, kamuya açıklanmamış ve kimse tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğuna inanma eğiliminde olmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar finansal analizler, mali tablolar, raporları göz ardı ederek çevreden gelen bilgilere daha fazla önem verdikleri için, kendilerini daha riskli yatırımların içinde bulabilmektedirler (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998).

Aşırı güven durumu cinsiyete göre de farklılık göstermektedir. Barber ve Odean 2001 yılında yaptıkları çalışmalarında aşırı güven önyargısını cinsiyetler bağlamında incelemiştir. Erkeklerin kadınlara oranla kendilerine daha çok güvendiğini gösteren psikolojik araştırmalardan yola çıkarak, erkeklerin daha çok ticari işlem yapacağını öngörmüştür. 1991-1997 yılları arasında 35.000 hane halkına ilişkin bilgilerin kullanıldığı çalışmalarda, erkeklerin kadınlara oranla %45 daha çok ticari işlem yaptığı saptanmıştır (Dinçer ve Yüksel, 2018: 549).

Momentum çalışmalarının çoğu, menkul kıymet seçimi için temel olarak kesitsel momentumu kullanmış, hisse senetlerini önceki bazı dönemlerdeki görece performanslarına göre seçmiştir (Jegadeesh & Titman, 1993). Moskowitz et al. (2012) hisse senedi endeksleri, tahviller, para birimleri ve emtialardaki vadeli işlem piyasalarında zaman serisi momentumunun hem mutlak anlamda hem de kesitsel momentuma göre iyi performans gösterdiğini bulmuştur. Baltas ve Kosowski (2013) zaman serisi momentum stratejilerinin güçlü performansını doğrulamış ve birçok hedge fonun performansını yönlendirdiklerini vurgulamıştır. Buna karşılık, Menkhoff ve ark. (2012) para piyasalarını incelerken, kesitsel momentumun zaman serisi

momentumundan daha iyi performans gösterdiğini buldu. Önceki çalışmalar momentum stratejisini çok sayıda piyasa ortamında değerlendirmiş olsa da, bu çalışmaların büyük bir kısmı hisse senedi piyasalarına odaklanmıştır (Asness ve ark. 2014:78).

### **1.5. Bireylerin Rasyonel Yatırım Kararı Almasına Engel Teşkil Eden Davranışsal Eğilimler**

Otluoğlu (2009: 26)'nin aktardığına göre, Brian O' Reilly'in 1998 yılında Fortune Dergisi'nde yayınlanan bir makalesinde, "psikolojinin, insanların yaşamlarının birçok alanında rasyonel davranmadıklarına ilişkin kanıtlar sunduğu göz önüne alındığında, insanların yatırımlarında da rasyonel davranmalarını beklememek gerektiğini" ifadeleri yer almaktadır.

İnsan beyni tıpkı bir bilgisayar gibi hareket etmekte, bilgileri kısa yollar üzerinden ve bazı duygusal filtreler aracılığıyla kaydetmektedir. Duyguların da dahil olduğu bu bilgilere dayanarak alınan kararlar da doğal olarak yalın akıl ya da bilgiye dayalı alınan kararlar kadar rasyonel olmamaktadır. Yatırımcıların karar süreçlerinde karşılaşılan bu irrasyonel eğilimler davranışsal finasta "bilişsel aykırılıklar" şeklinde tanımlanmaktadır (Otluoğlu, 2009: 35). Yapılan araştırmalardan hareketle bireylerin rasyonel kararlar almalarına engel olabilen psikolojik eğilimler çoğunlukla; önyargılar, sezgiler, korkular, inançlar, bilişsel ya da duygusal unsurlar şeklinde sıralanmaktadır. (Aydın ve Ağan, 2016: 96).

Davranışsal eğilimleri ifade etmede kullanılan önemli kavramlardan birisi olan hevristik, zihnin başvurduğu kısa yolları, kestirimleri ifade etmek için kullanılmaktadır. Beynin aynı anda ele aldığı şeylerin sayısının 7 ile sınırlı olduğu belirtilmektedir. Bu nedenle beyin bazı durumlarda yeni işlemlere girmeden hazır kalıpları ve kestirme yolları kullanma yoluna gitmektedir. Beynin karmaşık analiz yollarını kullanmadan başvurduğu kestirme yollar literattürde hevristik olarak adlandırılmaktadır. Hvristiklerin en önemli işlevi çok sayıda bilgiyi ve bilgi yığını karmaşıklığa izin vermeden organize edilerek hızla işlenmesini sağlamak olarak ifade edilebilir (Kahyaoğlu, 2012: 54-55).

Davranışsal finansla ilgili çalışmaların kapsamını büyük ölçüde bireylerin bilişsel ve duygusal anlamdaki eğilimleri şekillendirmektedir. Elde edilen sonuçlar genellendiğinde duygusal eğilimlerin kaynağını daha çok kayıptan ve pişmanlıktan



kaçma arzusunun, bilişsel eğilimlerin kaynağını ise karar sürecinde bireylerin kestirme yol bulma arayışının oluşturduğu görülmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 254-255). Bireylerin finansal bir yatırım sürecinde kararlarını etkileyen her türlü unsur ve bu unsurun etkinlik derecesi belirlenmeye çalışılmaktadır. Yatırım yapılırken tercih edilen yatırım aracından bu tercihe etki eden belirsizlikten kaçınma, aşırı güven duyma, pişmanlıktan korkma, risk almaktan kaçınma, kendine atfetme, aşırı iyimser yaklaşma ya da, sürü davranışı gibi çok sayıda psikolojik etmen davranışsal finans çalışmalarına konu olmaktadır (Çam ve Hırka, 2021: 962).

Finans alanındaki başlıca varsayımlar arasında, risk ve beklenen kazanç arasındaki ilişkinin doğrusallığı yer almaktadır. Bir başka deyişle, yüksek getiri beklentisi yüksek risk almanın bir koşuludur. Bu konudaki araştırmaların sonuçları da bu varsayımı destekler niteliktedir. Yine genel kabule göre, yatırımcılar çoğunlukla riskten kaçınmaktadırlar. Ancak bu varsayım tüm yatırımcılar için geçerli değildir. Bunu iddia etmek de çok gerçekçi değildir. Kişilik özelliklerine, koşullara ya da başka değişkenlere bağlı olarak kimi yatırımcı riskten aşırı derecede kaçınırken kimi yatırımcı makul riskleri almaya eğilimli olabilmektedir. Yani riske yönelik tutum kişiye göre değişkenlik göstermektedir. Bu tutumları ise bireylerin, demografik, psikolojik, ekonomik, çevresel ya da sosyal koşulları belirlemekte, zamanla tutumlarda değişimler görülebilmektedir. Bu bağlamda yatırımcıların üstlendiği risk-getiri seçiminin statik değil dinamik olduğunu söylemek mümkündür. Söz gelimi, normalde risk toleransı yüksek olmayan bir yatırımcının, yakın çevresinden birinin aldığı yüksek riskle edindiği kazanç cesaretlendirici bir etki yapabilir ve kişi aynı riski alma kararı verebilir. (Anbar ve Eker, 2009: 131-132).

Finans çalışmalarının yanı sıra psikoloji alanında yapılan çalışmalar da insan beyninin, karmaşıklığa çözüm olarak kısa yollar üzerinden bilgiyi işlediğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle yatırımcılar da genellikle kısa yollar üzerinden gitmekte, geçmiş performanslara bakarak şirketlerin gelecekteki performansları hakkında hüküm vermektedirler. Aynı şekilde aşına olunan bir işle ilgili kontrol algısı bireylerde çoğunlukla yüksektir ve deneyimlerden hareketle bildiklerini, kontrol edebildiklerini düşündükleri işlerle ilgili daha kolay karar verirler. Yatırım davranışında da aynı algının etkisi görülmektedir. İnsanlar, yaşadıkları olaylardan çok onların kendilerinde yarattığı duyguları ve o sırada hissettiklerini hafızalarına kaydederler. Yatırımcılar için

bu durum, geçmiş olayların farklı şekilde anımsanmasına bağlı olarak yanlış kararlara zemin hazırlayabilmektedir (Aydın ve Ağan, 2016: 110).

Davranışsal finans teorisinden, öncelikli olarak hisse senetleri ile ilgili yatırımların açıklanmasında yararlanılmakla birlikte başka yatırımlarda da yol gösterici olduğu bilinmektedir. Ülkemizden örnek vermek gerekirse, toplumumuzda altın ve döviz yatırımının çoğunlukla karlı bir yatırım biçimi olarak kabul edilmesi, davranışsal finans teorisi açısından ele alındığında mevcudiyet kısayolu şeklinde açıklanmaktadır. Türkiye’de banka mevduatı getirisinin altın ve dövize kıyasla daha çok kazandırdığı dönemlerde bile altın ve dövize yapılan yatırımların belirgin düzeyde fazla olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, ortaya çıkan bu durum davranışsal finans açısından sosyokültürel unsurların yatırım kararına etkisi olarak değerlendirilmektedir. Çünkü ortada moral değerlerle bağdaşmayan bir tezat bulunmaktadır ve klasik yatırım teorilerinin açıklayamadığı bu tezat, davranışsal finasta mevcudiyet kısa yolu ile ve sosyokültürel unsurların yatırımcı tercihinin etkisi ile açıklanmaktadır (Ateş, 2007: 2).

Bireylerin finansal kararları üzerinde etkili olan psikolojik eğilimler, en genel sınıflamayla bilişsel ve duygusal eğilimler şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Finansal karar süreçlerinde insanlar, inançlarından, geleceğe yönelik hayallerinden, korkularından, geçmiş deneyimlerinden, bu deneyimlerin yarattığı duygulardan ve güven ya da güvensizliklerinden etkilenerek hareket edebilmektedirler. Ya da bilişsel eğilimleri doğrultusunda edindikleri sezgisel pratiklerden yararlanarak karar verebilmektedirler. Çünkü finans anlamında da olsa bir yatırım kararı vermek esasen bir seçim yapmak demektir ve psikolojik eğilimler kimi zaman aynı seçeneğin farklı algılamaları ile farklı kararların alınmasında etkili olmaktadır. Nitekim davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar bu etkinin gerçekliğini desteklemektedir (Öncü ve Özevin, 2017: 589).

### **1.5.1.Duygusal Eğilimler**

Ruh hali olumlu olan bireylerin olmayanlara oranla daha iyimser yaklaşımlar sergiledikleri bilinmektedir. Dolayısıyla insanların duyguları hem geçmişle hem de gelecekle ilgili yatırımların değerlendirmesinde belirleyici rol oynamaktadır. Bu duygusal eğilimler genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır (Akdeniz ve Turan, 2021: 1020-1021).

- ✓ Pişmanlıktan Kaçma Eğilimi: Genellikle yatırımcılar ellerindeki iki hisse senedinden değeri yükseleni sattıklarında gelir elde ettikleri için memnuniyet ve gurur duymakta, ancak değeri düşmekte olan hisse senedini özellikle bekleterek yeniden yükselişe geçmesini beklemektedirler. Böylece pişmanlıktan kaçınma eğilimi göstermektedirler. Bu eğilim aslında bireylerin kaybettikleri hakkındaki memnuniyetsizliğini, dolayısıyla da telafi etme davranışı ifade etmektedir.
- ✓ Kayıptan Kaçma Eğilimi ve Yatkinlik Etkisi: İnsanların çoğunlukla düşük düzeyde de olsa kayıptan kaçınma eğilimlerinin, aynı düzeydeki bir kazançta göre daha yüksek olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Yatkinlik etkisi ise irrasyonel nitelikteki yatırımları açıklamak için kullanılmaktadır. Yatkinlik etkisinin ardında, kayıptan kaçınma arzusunun, bireysel önyargıların ve geçmiş pişmanlık eğilimlerinin olduğu düşünülmektedir (Akdeniz ve Turan, 2021: 1020-1021; Tufan ve Sarıççek, 2013: 171). “Loss Aversion” yani bireylerin kayıptan kaçınması eğilimi, psikoloji disiplini içinde de ele alınmakta ve eşit miktarlardaki kayıp-kazanç durumlarında bireylerin ortaya koyduğu davranışsal dengesizlik olarak açıklanmaktadır. Aynı zamanda bir duygusal sapma çeşidi ve başka duygusal saplamalara yönelik bir referans modeli olduğu düşünülmektedir. Öyle ki hem psikoloji hem de ekonomi araştırmalarında, bireylerin kayıpları minimize, gelirleri ise maksimize etme eğiliminin son derece yüksek olduğunu görülmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 260-261).
- ✓ Kendini Kontrol Edememe Eğilimi: Kontrol dışı gerçekleşen olaylarda, kişiler yine de sonuçları değiştirebileceklerine dair inançlar taşımaktadırlar. Otokontrol olarak adlandırılan bu durum; bireylerin olumlu ya da olumsuz şekilde verdikleri aşırı tepkileri, yine kendilerinin kontrol altına alabilmesi anlamına gelmektedir. Çoğu yatırımcı da kendinde bu becerinin olduğu inancını taşımaktadır (Akdeniz ve Turan, 2021: 1020-1021). “Hakimiyet yanılığı” olarak da ifade edilen bu eğilim, bireylerin aşırı özgüveninin bir sonucu olarak da ortaya çıkmakta ve yanlış finansal kararların ardındaki duygusal eğilimler arasında gösterilmektedir. Çünkü konuya ya da sonuca hakimiyetle ilgili bu algısal yanılığı, bireyin süreçte yanlış çıktı almasına ve bu çıktılar üzerinden karar alarak hata yapmasına neden olmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 262).

- ✓ Sahiplik Etkisi ve Statüko Eğilimi: İnsanların sahibi oldukları bir şeyi satarken takındıkları tutumla, satın alırken takındıkları tutum çoğu zaman aynı değildir. Sözgelimi, kendilerine ait bir evi ya da arabayı satmaları gerektiğinde, istenilen miktar yalnızca somut değerler üzerinden değil aynı zamanda soyut yani duygusal değerler de dahil edilerek belirlenir. Sahiplik etkisi, finansal alanlarda oldukça sık rastlanılan bir durumdur ve yatırımcılara finansal karar süreçlerinde olumlu katkı sağladığı düşünülmektedir (Aydın ve Ağan, 2016: 99; Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 262).
- ✓ Hedonik Düzeltme: Bugünün sonuçlarını geçmiş sonuçlarla birleştirerek, kendi zamanı ve gerçekliği içinde ayrı ayrı değil de toplama bakarak değerlendirme yapmak olarak açıklanmaktadır. Ayrıca bireylerin mevcut seçenekleri kendi beklentilerine uygun, onları mutlu edecek şekilde değerlendirmesi ve buna göre olasılıklar üretmesi de hedonik düzeltme kapsamında ele alınmaktadır (Akdeniz ve Turan, 2021: 1020-1021).
- ✓ Çoğunluğa Uyuma Eğilimi: Sürü psikolojisi kavramı, ilk kez 1840'lı yıllarda ve Amerika'da kullanılan bir kavramdır. Bireyler, bazı farklı koşullar oluştuğunda topluluk tarafından alınan kararların daha doğru ve yararlı olduğuna inandıklarından ve kimi zaman da dışlanma endişesi ile sorgulamadan topluluğun kararına uygun davranmaktadır (Akdeniz ve Turan, 2021: 1020-1021).

Yatkınlık Eğilimi, kayıptan kaçınma arzusunun finansal ortamlarda sık sık karşılaşılan örneklerinden biridir. Kimi çalışmalarda, “fiyatı düşüşe geçen varlıkların satış süresinin fiyatını koruyan ya da yükselişe geçen varlıklardan daha uzun tutulması” olarak açıklanan yatkınlık eğilimi, temelde yine kayıptan kaynaklı memnuniyetsizliğin, giderilmesi için sergilenen bir davranışı, aslında irrasyonel bir tutumu ifade etmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu: 2011).

Bir başka önemli ve yaygın duygusal eğilim türü de iyimserliktir. Bireylerin olayları ve muhtemel sonuçları iyi tarafından görüp değerlendirmesi olarak ifade edilen ve iktisat alanında rasyonellikten sapma olarak değerlendirilen iyimserlik, yanlış finansal kararlara neden olabilmektedir. Çünkü bireylerin bu eğilim nedeniyle beklenen faydaya yükledikleri değer, iyimserlik etkisinden uzak bir değerlendirmede olması gerekenden daha yüksek olmaktadır. Dolayısıyla finansal yatırım kararlarında iyimserliğin doğrudan bir etkiyle sonuca yansıtacağı açık olarak görülmektedir.

İyimserlik eğilimi, yatırımcıların zarar etmeyeceklerine olan inançlarının yükselmesine neden olurken, yatırımcılar bu yanılgıyla hareket etmekte ve rasyonellikten sapabilmektedirler (Pompian,2006: 97).

### 1.5.2. Bilişsel eğilimler

Aşağıdaki yanılgılar ve benzer başka bilişsel yanılgılar ve çeşitli hevristikler (heuristik diye geçer genelde – çıkarım/kestirim anlamına gelir.)

Bilişsel psikoloji, bireylerin hem dış dünyayla ilgili algılamalarını hem de bu bilgilerin zihinlerdeki tasarımlarını araştıran bilim dalıdır. Aynı zamanda o tasarımlara dayalı olarak oluşan eylemleri açıklamaya çalışmaktadır. Daha geniş bir çerçeveden bakıldığında da psikoloji, hepimizin düşünme, algılama, öğrenme, hatırlama, seçim yapma, karar verme gibi birçok davranışının bilişler süreçlerin sonunda oluştuğuna dikkat çekmektedir. Davranışsal finans teorisi açısından bakıldığında ise bu bilişsel süreçlerin yatırımcıların finansal kararları üzerinde etkili olduğu iddia edilmektedir. Teori kapsamında ortaya çıkarılan davranışsal finans modelleri, psikolojik eğilimlerin ve neden olduğu önyargıların, yatırımcıların rasyonel kararlar almasını engellediğini, bu koşullarda piyasaların etkinliğinden söz etmenin mümkün olmadığını savunmaktadır. Bu teoriyi destekleyen araştırmacılara göre de bireyler yatırım kararı sürecinde kar-zarar hesabından başka unsurlardan da etkilenecek hareket etmektedirler. Duygusal eğilimler gibi bilişsel eğilimlerin de eşlik ettiği bu süreçler, maksimum gelirden ziyade maksimum tatmin odaklı kararlara sonuçlanmaktadır (Otluoğlu, 2009: 1).

Bu bilişsel eğilimler arasında yer alan kısa yollar oluşturma eğilimi, insan beyninin karar aşamasında bazı kısa yollar aracılığıyla çıkarımlar yapmasını ifade etmektedir. Bu çıkarımlar çoğunlukla yanlış olup, finans alanında yatırımcıların rasyonellikten uzak davranışlar sergilemesine zemin hazırlamaktadır. Bir başka deyişle yanılgıya ve sapmaya neden olur. Bilişsel eğilimlerin karar süreçlerine dahil olmasını engellemek son derece güçtür. Bilişsel eğilimler genel olarak şu başlıklar altında ele alınmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu: 255).

- ✓ Çevreleme Eğilimi; Sık karşılaşılan bir bilişsel eğilim olarak karşımıza çıkan çevreleme eğilimi, bireylerin finansal karar verme aşamasında olayların gerçekliğinden ziyade sunuluş biçiminden etkilenecek verdikleri rasyonel olmayan tepkileri açıklamaktadır. Bir başka ifadeyle, yatırımcı karar verme

aşamasında iken mevcut seçenekleri rasyonel bir bakış ve görüşle değerlendirmek yerine ilgisini çeken seçenekte yoğunlaşmakta yani onu çerçeveleyerek etki altında bir karar almaktadır.(Sefil ve Çilingiroğlu: 255; Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 173).

- ✓ Zihinsel Muhasebe Eğilimi; Finans alanında yatırımcıların kararlarında etkili olan bir başka bilişsel eğilim de zihinsel muhasebe eğilimidir. Bu kavramı ortaya ilk atan kişi Richard Thaler'dir. Yazar, beklenti teorisi üzerine yoğunlaştığı çalışmasında (1980) bu kavramdan bahsetmiş, daha sonra 1985'te Werner F. M. De Bondt ile birlikte yürüttüğü bir başka çalışmada bu eğilim türünü, bireylerin finansal süreçlerini yönetirken baş vurdukları bilişsel operasyonlar şeklinde tanımlamıştır. Bu tanıma göre, finansal süreçler organize edilirken yatırımcılar kaynak dağıtımının neden olduğu eksikliklerden dolayı portföylerini doğru yönetememekte, yanlış kararlar almaktadırlar (Sefil ve Çilingiroğlu: 256-257; Karaca, 2015: 89-90).
- ✓ Belirsizlikten Kaçınma: Yatırımcıların oldukça yoğun olarak sergiledikleri bu eğilim, öngörülemeyen risklerin söz konusu olduğu koşullarda bireylerin daha öngörülebilir risklere yönelme eğilimi olarak açıklanmaktadır. Karar alma teorisinin de başlıca problemleri arasında yer alan belirsizlik durumu, olasılıkların görünür olmadığı koşullarda çıktılarının sonuçlarının da belirsiz olması olarak ifade edilmektedir. Daha basit bir anlatımla, muhtemel sonuçların tahmin edilemez olduğu belirsizlik durumlarında bireyler kaçınma eğilimi göstermektedirler (Aydın ve Ağan, 2016: 99).
- ✓ Muhafazakarlık Eğilimi; Finans dünyasında yatırım kararlarını etkileyen bir diğer bilişsel eğilim de muhafazakarlık eğilimidir. Bu eğilimi gösteren yatırımcılar, mevcut konumlarını koruma güdüsüyle hareket etmektedirler. Bu nedenle, işleme zorluğu ve karmaşıklıklarından dolayı zihinsel stres yaratan yeni bilgilere mesafeli yaklaşmakta, onun yerine hali hazırdaki inançlarına dayalı bilgiler üzerinden karar almayı tercih etmektedirler. Ayrıca, bu eğilimi benimseyen bireylerin, yeni bilgileri alıp değerlendirdikleri durumlarda bile tepkilerinin düşük olduğu dikkat çekmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 258).
- ✓ Teslimiyet Eğilimi; Bu eğilim, insanların muhtemel olaylara bağlı yargılarının bu olayların belli başlı bazı kalıpları temsil etme durumuna bağlı olarak oluşmasını ifade etmektedir. Küçük sayılar yasasıyla bağlantılı olarak

değerlendirilen teslimiyet eğilimi, normal koşullarda büyük sayılar yasası olarak adlandırılan ve büyük örneklemelerin kapsadıkları kütlenin bütünü yansıttığı kuralının küçük örneklemeler için de geçerli sayılması nedeniyle bu kurala bağlanmaktadır. Yani, yatırımcılar örneklemelerin özelliklerinden hareketle bütüne yönelik çıkarımlar yaparak karar vermekte ve rasyonellikten uzaklaşabilmektedirler (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 258; Karaca, 2015: 83).

- ✓ Ulaşılabilirlik Eğilimi; Bireylerin sergiledikleri bilişsel eğilimler arasında yer alan ulaşılabilirlik eğilimi, temelde insanların daha kolay anımsadıkları bilgilerle ilgili olayların gerçekleşme ihtimalinin daha yüksek görülmesi ve buna paralel olarak zor anımsanan bilgilerle ilgili olayların gerçekleşme ihtimalinin göz ardı edilmesine dayalı davranışları açıklamaktadır. Bu eğilim şeklini ilk ele alıp inceleyenler Kahneman ve Tversky (1974), ulaşılabilirlik eğilimini, anımsama kolaylığının anımsanan şeyin olasılık hesaplarını da etkilemesi şeklinde ifade etmişlerdir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 259).

## **1.6. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dallarıyla İlişkisi**

### **1.6.1. Psikoloji**

Davranışsal finans, psikolojik etkilerin piyasa sonuçlarını nasıl etkileyebileceğine odaklanan bir çalışma alanıdır. Davranışsal finans, çeşitli sektörler ve endüstriler arasında farklı sonuçları anlamak için analiz edilebilir. Davranışsal finans çalışmalarının kilit yönlerinden biri, psikolojik önyargıların etkisidir. Davranışsal finans önyargıları genellikle insanları mantıksız veya zararlı yatırım kararları almaya yönlendirir. Finansal davranış önyargılarını anlamak, insanların paralarıyla daha rasyonel hareketler yapmasına yardımcı olabilir.

Bireyler karar verme süreçlerinde sadece ekonomik ve finansal veriler üzerinden hareket etmezler. Akıllarında geçen olaylar, yaşadıkları, fırsatlara yaklaşımları ve daha birçok faktör bu kararları etkiler (Taner ve Akkaya, 2005: 48-49). Davranışsal finans yaklaşımı, finansal piyasalara yatırım yapan yatırımcıların rasyonel yatırım yapmadıklarını göstermektedir. Yatırımcılar çoğu zaman rasyonel kararlar alamamalarının nedeni normal olmalarıdır. Yatırımcılar tarafından verilen bu hatalı, taraflı veya mantıksız kararları ve gerekçelerini inceleyen davranışsal finans yaklaşımı, bu yönlerden psikolojiyle etkileşime girmektedir (Sari, 2019: 23).

### 1.6.2. Sosyal Psikoloji

Kayaoğlu ve arkadaşları (2011: 3-4) kişilerin verdikleri kararlarda rasyonel olmadıklarını savunan davranışsal finans teorisinin sosyal psikoloji tarafından da kabul edildiğini belirtmektedir. Bir örnek vermek gerekirse, insanlar diğer kişi hakkında çok az bilgiye sahip olmalarına veya hiç bilgi sahibi olmamalarına rağmen kolayca fikir oluşturma eğilimindedir. Yatırımcıların konu hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması durumunda olumlu izlenime sahip oldukları menkul kıymetlere kolaylıkla yatırım yapabilecekleri söylenebilir (Tufan, 2008: 45).

### 1.6.3. Sosyoloji

Sosyoloji, ilk kabul edilen sosyal bilimlerden biridir. 'Sosyoloji' kelimesinin, kökenini Latince socius (arkadaş) kelimesine ve Yunanca logy (çalışma) kelimesinden gelmektedir. Sosyoloji, sosyal fenomenler, sosyal yaşam, gruplar, kurumlar, dernekler ve toplumların incelenmesini içermektedir. Topluma bilimsel bir bakış açısıyla odaklanır. Sosyoloji, sosyal gruplar, hiyerarşiler veya organizasyon biçimleriyle ilgilenir. Gruplar arası ağlarını sürdürme veya değiştirme eğiliminde olan bu organizasyon biçimlerini ve işlevleri birleştirir. Sosyoloji etkileşimin kendisiyle ilgilenir. Bir sosyal grup, bir sosyal etkileşim sistemidir. Sosyoloji, sosyal ilişkilerle ekonomik, politik, dini, yasal veya eğitimsel oldukları için değil, aynı zamanda sosyal oldukları için ilgilenir (Parhi, 2016:7).

Sosyolojinin kapsamı geniştir. Bireyselden gruplu sosyal sistemlere kadar uzanır. Sosyoloji, insanları ve kültürlerini incelemeye dayanan bir bilimdir. Sosyoloji, bilim adamlarının, sosyal düşünürlerin ve aktivistlerin toplumu anlamalarının yolunu açar. Aynı zamanda toplumda yaşayan insanların yaşam kalitesinin iyileştirilmesine yardımcı olur. Sosyoloji terimi ilk olarak 1780'de Fransız deneme yazarı Emmanuel-Joseph Sieyès (1748-1836) tarafından yayınlanmamış bir el yazmasında kullanılmıştır (Fauré ve diğerleri 1999). 1838'de, terim Auguste Comte (1798-1857) tarafından yeniden tanıtıldı. Sosyoloji, 19. yüzyılın başlarında, yeni sosyal örgütlenme ilkelerine ve yeni aydınlanma fikirlerine dayanan temelde yeni bir toplum türü olarak bilimsel bir disiplin olarak ortaya çıktı. Bu, insanların zihniyetinde bir değişikliğin oluşmasına neden olmuştur. Bu bilim dalı, uygar toplumların davranış ve eğilimlerine odaklanmaktadır. Bu noktada insanların davranışları ve aralarındaki etkileşim sosyoloji biliminin kapsamına girmektedir. Toplumun farklı kesimlerinde kalıp yargılar olarak ortaya çıkan nitelikler sosyolojinin bir sonucu olarak anlaşılabilir.



Toplumda değer ve normların anlaşılmasına önemli katkı sağlar (Tezcan, 1985: 4-5). Hiçbiri bağımsız olarak bir anlam ifade etmez. Sosyolojinin temel ilkeleri şunlardır:

- Sosyal gruptaki bireylerin davranışları, bağımsız olduklarında olduğundan farklıdır.
- Bir sosyal grubun parçası olan bireyler, o sosyal grubun kurallarına uyarlar.
- Bu kurallar sosyal olarak oluşturulur ve uygulanır.
- Bazı insanlar, kuralların oluşturulmasında diğerlerinden daha fazla yetkiye sahiptir.
- Kurallara uyanlar ödüllendirilir, ihlal edenler cezalandırılır.
- Sosyal grupların kurallarının bilimsel bir temeli vardır. Bir toplumda kültür, bireye bir kimlik kazandırmaktan sorumludur.

Kültür, bir bireyde doğduğu anda emilir ve ölümüne kadar devam eder.

#### **1.6.4. Antropoloji**

Antropoloji Aydın ve Erdal (2007: 3)'a göre; insan çeşitliliği ile ilgilenen bir bilimdir. Bu bilim dalı, insanları kültürel unsurlar, toplumsal değerler ve biyolojik unsurlar açısından anlamaya çalışır. Bu bilim dalı, insanların ortaya çıktıkları andan itibaren farklı koşullar altında nasıl değiştiklerini, bu değişim sürecinin özelliklerinin neler olduğunu ve küresel olayların bu sürece ne gibi etkileri olduğunu değerlendirmeye çalışmaktadır.

Sosyoloji ve antropolojinin temelinde ortak entelektüel değerler yatmaktadır. Aralarındaki temel fark, antropolojinin esas olarak ilkel toplumlara, sosyolojinin ise genel olarak medeni toplumlara odaklanmasıdır (Turner, 1978: 8).

Kültür kavramı her iki disiplinin çalışmasının bir parçasıdır, ancak antropoloji kültürün içeriğine odaklanırken, sosyoloji kültürün işlevlerini inceler (Bozkurt, 2004: 33).

#### **1.7. Finansal Piyasalarda Anomaliler**

Anomali kelimesi, farklı, anormal, tuhaf veya kolayca sınıflandırılmayan bir şey olarak tanımlanır. Piyasa verimsizliği olarak da bilinen bir piyasa anomalisi, bir menkul kıymetin veya bir grup menkul kıymetin etkin piyasa hipotezinde beklenenden farklı performans gösterdiği bir durumdur. Anomaliler, finansal piyasaların verimsiz çalışmasının göstergesidir (George ve Elton 2001:22). Naik (2014) piyasa anomalilerini

“Göz ardı edilemeyecek kadar yaygın, rastgele hata olarak reddedilemeyecek kadar sistematik ve normatif sistemi gevşeterek uyum sağlayamayacak kadar temel olan, halihazırda kabul edilen paradigmadan sapma” olarak tanımlamıştır. Finansal piyasalarda birçok farklı anomali türü vardır; bazıları bir kez ortaya çıkıyor ve sonra kayboluyor, bazıları ise düzenli ve sıklıkla ortaya çıkmaktadır (Naik 2014) Anomaliler, verimsiz piyasaların göstergesidir, bazı anormallikler yalnızca bir kez meydana gelir ve kaybolur, diğerleri ise sıklıkla veya sürekli olarak meydana gelmektedir (Tversky & Kahneman 1986). Standart finans teorisinde, finansal piyasa anomalisi, hisse senedinin veya bir grup hisse senedinin performansının etkin piyasa hipotezlerinin varsayımlarından saptığı bir durum anlamına gelir. Etkin piyasa hipotezi kullanılarak açıklanamayan bu tür hareketler veya olaylara finansal piyasa anomalileri denir (Silver 2011).

Üretim ve satışlardaki mevsimsel farklılıklar, iş dünyasında iyi bilinen bir gerçektir. Mevsimsellik, bir yıldan daha kısa bir zaman diliminde periyodik olarak meydana gelen bir zaman serisinde düzenli ve tekrarlayan dalgalanmaları ifade eder. Zaman serisi verilerindeki mevsimsel değişikliklerin nedenleri arasında iklimdeki değişiklikler, yatırımcı algıları, vergi-zarar-satış ve bilgi hipotezi sayılabilir ancak bunlarla sınırlı değildir (Aly ve ark, 2004:115). Ancak hisse senedi getirilerinde mevsimselliğin varlığı, finasta önemli bir hipotez olan etkin piyasa hipotezini ihlal etmektedir. Etkin piyasa hipotezi, finasta merkezi bir paradigmadır. Hisse senedi getirilerinde mevsimselliğin varlığına ilişkin yapılan açıklamalardan biri de “vergi-zarar-satış hipotezi”dir. Örneğin ABD’de Aralık vergi ayıdır. Böylece finans kurumları, vergilerini düşürmek için değeri düşen hisseleri defter zararına satarlar. Bu satış sonucunda hisse senedi fiyatları düşer. Ancak Aralık biter bitmez insanlar hisse almaya başlar ve sonuç olarak hisse senedi fiyatları geri döner. Bu, “Ocak etkisi” olarak bilinen yılın başında daha yüksek getirilere yol açmaktadır (Balaban, 1995:140).Sermaye piyasalarının normal olarak, bilinen ve yeni gelen tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına anında dahil edilmesiyle ilgili olarak etkin olduğu varsayılır.

### **1.7.1. Takvimsel Anomaliler**

Takvim anomalileri, bir finans teorisi ile tanımlanamayan tutarlı modeller olarak sunulabilir. Takvim anomalileri belirli bir zaman periyodu ile ilgilidir, yani hisse senedi fiyatlarında günden güne, aydan aya, yıldan yıla vb. hareketleri kapsamaktadır. Bunlara hafta sonu etkisi, ay dönüşü etkisi, yıl sonu etkisi vb. dahildir (Karz 2011).

Takvim ve zaman anomalileri, zayıf biçim etkinliğiyle çelişir, çünkü zayıf biçim etkinliği, piyasaların geçmiş fiyatlarda etkin olduğunu ve bu temellere dayanarak geleceği tahmin edemediğini varsayar. Ancak mevsimsellik ve aylık etkilerin varlığı piyasa etkinliği ile çelişir ve bu durumda yatırımcılar anormal getiri elde edebilir (Boudreaux 1995). Doren et al. (2008) Çin borsasında yüksek oynaklık bulmuştur ve Çin hisse senetleri Ocak ayında değil, yeni yıl sezonunda daha iyi performans göstermiştir. Yakob et al. (2005) Ocak 2000-Mart 2005 dönemi için on Asya pasifik ülkesinde mevsimsellik etkileri olduğunu bulmuşlardır. Bu dönemin istikrar nedeniyle bu etkiyi incelemek için ideal bir dönem olduğunu ve doksanların sonlarındaki finansal krizden etkilenmediğini bulmuşlardır.

### 1.7.2. Günlere İlişkin Anomaliler

Haftanın günü etkisi ile ilgili araştırmalar, belirli günlerdeki hisse senedi getirilerinin diğer günlerin ortalama getirilerine göre farklılık gösterdiğini belirtmektedir. Hisse senedi piyasalarında en yaygın takvim anomalilerinden biri haftanın günü etkisi (DOWE) olarak görünmektedir. Hisse senetleri Pazartesi yerine Cuma günleri olumlu sonuçlar alma eğilimindedir. Bu fenomene bazen hafta sonu etkisi denir ve 1970'lerden beri belgelenmiştir. Ancak karlı bir ticaret stratejisi olacak kadar büyük değildir. Olası açıklama, şirketlerin kötü haberleri Cuma günleri piyasa kapanana kadar tutma eğiliminde olmalarıdır. Haftanın günü etkisi, temel olarak bireysel yatırımcıların ticaret modellerine atfedilebilir. Bu etkiye göre hisse senetlerini Cuma günleri satıp Pazartesi günleri almak faydalı olacaktır. Haftanın günü etkilerine Pazartesi etkisi ve Hafta Sonu etkisi de denir. (Siegel 2014). Ortalama günlük getiri, etkin piyasa teorisinin temelinde bekleneneği gibi haftanın tüm günleri için aynı değildir (Nath ve Dalvi, 2004:41). Bu bağlamda, bu mevsimsellik hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda incelenmiştir. Örneğin, Jaffe ve Westfield (1989)'in araştırması, ABD, Japonya ve İngiltere pazarlarında tipik olarak Pazartesi getirilerinin negatif, Cuma getirilerinin ise pozitif olduğunu göstermektedir. Ancak diğer piyasalarda (Aydoğan (1994), Balaban (1995), Özmen (1997)) gibi diğer piyasalarda negatif ve en düşük getirilerin Salı günü gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Merrill (1966), DJIA'da DOWE ve hafta sonu etkisini araştırmış ve Pazartesi hariç hafta içi günlerde hisse senedi fiyatının daha yüksek olma ihtimalinin yüksek olduğunu öne sürmüştür. Bununla birlikte, çağdaş finasta akademik olarak belgelenen ilk hafta içi anomalisi Cross (1973) tarafından yayınlandı. 1953-1970 döneminde S&P 500 verilerini

uygulayarak hafta sonu etkisini analiz etti ve Pazartesi hisse senedi getirilerinin bir önceki Cuma gününden daha düşük olduğu istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç üretti. Sonraki birkaç çalışma, hafta içi kalıpları araştırmak için onun yolunu izledi. French (1980) önceki araştırmaları genişletti ve Cross'un 1973'te yaptığı gibi S&P 500 endeksini analiz etti. Pazartesi getirilerinin önemli ölçüde negatif olduğunu ve diğer günlere göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, Jaffe ve Westerfield (1985), dünya genelinde sermaye piyasaları üzerindeki hafta sonu etkisini incelemiştir. Haftalık fenomenlerin var olduğunu bulmuşlardır.

### **1.7.3. Aylara İlişkin Anomaliler**

Hisse senedi getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre farklı bir getiri sağlayıp sağlayamadığı ve farklı özelliklere sahip olup olmadığını Aylara ilişkin anomaliler içinde incelenmektedir (Barak, 2006: 137). Mevsimsel anomalilerden en çok duyurulan Ocak etkisidir. Finansal piyasalarda hisse senedi getirilerinin Ocak ayında diğer aylara göre daha yüksek olduğu, özellikle küçük hisse senetlerinin daha iyi performans gösterme eğiliminde olduğu incelenmiştir. Bu yüzden diğer aylara oranla neden daha yüksek getiri sağladığını açıklamaya çalışan bir anomalidir. Ocak etkisinin en çok araştırılan nedeni vergi zararı satış hipotezidir. Bu hipoteze göre, yatırımcılar yıl sonunda zarar gerçekleştirerek vergilerini düşürme eğilimindedir ve bu da hisse senedi fiyatlarında depresyona neden olur. Yıl sonundan sonra hisse senetleri denge seviyelerine dönerek Ocak ayında yüksek getiri sağlar. Ocak etkisinin bir başka açıklaması da bilgi hipotezidir. Birçok şirketin mali yılı Aralık sonunda sona eriyor. Mali yıl sonu muhasebe bilgilerinin açıklanmasından önce finansal piyasalarda belirsizlik olabilir ve bu durum hisse senedi fiyatlarında depresyona neden olabilir. Ocak ayında bilgi yayınlandığında hisse senedi fiyatları tekrar denge düzeyine yükselir. Bilgi hipotezine göre, mali yıl Aralık ayında sona eriyorsa, Aralık ayında hisse senedi getirilerinin Ocak ayına göre daha düşük olması gerekir. Hesap yılını Aralık ayı dışında başka bir ayda bitiren şirketlerin Ocak ayı hisse senedi getirileri, diğer ayların getirilerinden önemli ölçüde farklı olmamalıdır (Karan, 2001: 285).

### **1.7.4. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler**

En ünlü mevsimselliklerden biri tatil öncesi etkisidir. Tatilden önceki son işlem günlerinin getirilerinin genellikle normal günlerden daha yüksek bir seviyeye gelmesi bir tür etkidir. Barone (1990), tatillerden önceki son işlem günlerinin getirilerinin,

İtalyan borsasındaki sıradan günlerin getirilerinden açıkça daha yüksek olduğunu iddia etmiştir. Arsad ve Coutts (1997), 1935-1994 döneminde FTSE-30'da tatil öncesi etkisinin olduğunu fark etmişlerdir. Son yıllarda, Chong ve ark. (2005), İngiltere, Hong Kong ve ABD gibi önde gelen uluslararası pazarlarda tatil etkisinin azalıp azalmadığını belirlemek için değerli araştırmalarının kapsamını genişletmiştir. Çalışma sonucunda, tatilden önceki son işlemlerde piyasa düzeninin düştüğünü, ABD'de bulunan yalnızca bir borsanın istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Marrett ve Worthington (2009), 1996-2006 döneminde Avustralya pazarlarını küçük sermayeli firmalar bağlamında incelemişlerdir. Tatil etkisinin perakende pazarlarında ezici bir şekilde var olduğunu ve ülkedeki tüm pazarlar için tatil sonrası istatistiksel olarak anlamlı bir getiri beklenmediğini bulmuşlardır.

### **1.8. Geleneksel Finans Ve Davranışsal Finans Arasındaki Farklar**

Geleneksel iktisat biliminin dayandığı en temel nokta, yatırımcıların kendi çıkarları doğrultusunda davrandıkları ve rasyonel olduklarıdır. Bununla birlikte, yatırımcılar, mantıksız davranırlar, çünkü kararlar istemeden zihin durumundan, duygulardan, inançlardan ve bilgilerin yorumlanmasından etkilenir. Davranışsal önyargılar, gerçek yatırım kararı verme sürecini etkiler. Geleneksel finans, yatırımcıların yatırım kararı alırken ellerinde bulunan mevcut tüm matematiksel ve istatistiksel bilgileri işleyerek rasyonel davrandığını savunur. Oysaki son yıllarda yapılan bilimsel çalışmalar yatırımcıların yatırım kararı alırken tüm kaynakları tam anlamıyla kullanmadıklarını ve rasyonellikten saptıklarını ortaya koymuştur (Müldür, 2019: 38).

*Geleneksel finansla göre;*

- Hem piyasa hem de yatırımcılar tamamen rasyoneldir.
- Yatırımcılar faydacı özelliklere gerçekten önem veriyor
- Yatırımcılar mükemmel bir öz kontrole sahiptir
- Piyasalar etkindir.

Davranışsal finans, rasyonellikten sapmalara neden olan yatırımcı davranışlarını inceleyerek bireyin her zaman rasyonel olmadığını ve yatırımcıların bazı durumlarda akılla ilgili hata yapma eğiliminde oldukları görüşü ile birlikte geleneksel iktisat modellerine karşı olarak ortaya çıkmıştır.

Geleneksel finans teorisi, yatırımcıyı rasyonel kabul etmenin yanında etkin piyasaların varlığını da temel almaktadır. Belirsizlik ve risk altında yatırım yapan yatırımcının en iyi risk/getiri tercihini seçmiş olduklarını öngörmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH) ve Beklenen Fayda Teorisi geleneksel finans teorileri kapsamındaki önemli çalışmalardandır. Davranışsal finans bir eleştiri olarak bu teorilerin hisse senedi getirilerini açıklamada yetersiz kaldığını ve bu teorilere bireylerin psikolojisinin de dâhil edilmesi gerektiğini savunmaktadır.

Kahneman ve Tversky'nin (1979), karar verme ve yargılamaya dair çalışmaları finans ve ekonomi alanında çığır açarak, davranışsal finans literatürünün en önemli noktalarından biri olmuştur.

Günümüzde davranışsal finans, EPH ve geleneksel teorilerin ortaya çıkan piyasa anomalilerini açıklamada yetersiz kaldığına dair kanıtlar sunulması ile önemli bir hâl almıştır. Yapılan çok sayıda yüksek lisans ve doktora çalışmalarıyla hız kazanarak finans alanında iyi bir yere sahip olmuştur. Teorileri açıklamadan önce risk ve belirsizlik kavramlarını tanımlamada yarar vardır (Singh, 2010:2).

### **1.9. Risk Ve Belirsizlik Kavramları**

Geleceğe dair bugünden kesinlik öngörülemiyor olmasının sonucunda risk ve belirsizlik kavramları ortaya çıkmaktadır. Bu kavramlar taşıdıkları anlam açısından birbirinden farklıdır. Risk kelimesinin taşıdığı anlam olumsuz iken, riski de içine alan belirsizlik kelimesi olumlu ya da olumsuz bir anlama sahip değildir. Risk ve belirsizlik arasındaki temel fark, riskin ölçülebilir olması, belirsizliğin ise ölçülebilir veya öngörülebilir olmamasıdır (İğdeli ve Sever, 2018:2).

Risk, sayısallaştırılabilir. Bunun yerine belirsizlik, nesnel olasılıkları belirlemek için yeterli bilgi bulunmayan durum veya olayları ifade eder. Bu nedenle, gelişmeleri veya belirli bir bağlamda meydana gelebilecek değişiklikleri anlamak ve tahmin etmek için gerekli bilgiler yetersiz veya mevcut olmadığında durum belirsiz olarak tanımlanır. Risk ve belirsizlik arasındaki ayrımın yapılmasındaki anahtar unsur olasılıktır.

Belirsizlik, şüpheli bir düşünceyi ifade eder. Bu, gelecekte ne olacağı veya olmayacağı hakkında bilgi eksikliğine bağlıdır. Belirsizlik, geleceğe dair meydana gelebilecek durum ve koşulların tahminlenebildiği ve oluşabilecek olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir. Riskin olduğu yerde kayıp ve kazanç olasılığı ile ilgili bilgi mevcuttur.

İktisat bilimindeki anlamı ile risk, belirsizliğin ölçülebilirliğini ifade etmektedir. Riskin finansal açıdan anlamı ise, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Risk kavramı, bu saptamalardaki olumlu ve olumsuz durumun her ikisini de birlikte temsil etmektedir.

Risk altında karar vermede olası tüm seçenekler ve bunların sonuçlarını belirleyen değişken değerleri bilinirken, belirsizlik durumunda bunlar bilinmemektedir. Risk, temelde kötü bir şeyin olma olasılığıdır. İşletme ve finasta risk, bir yatırımın fiili sonucunun beklenen sonuçtan farklı olma ihtimalidir. Riskler, bir işletmedeki orijinal yatırımın tamamını veya bir kısmını kaybetme olasılığını içerebilir. Bununla birlikte, kazanç elde etme olasılığını da içerir. Risk, tarihsel veriler ve piyasa faktörleri kullanılarak bir dereceye kadar hesaplanabilir. Bir yatırımcının almaya istekli olduğu risk ne kadar yüksek olursa, getiri o kadar büyük olur. Hiçbir yatırım risksiz değildir, ancak diğerlerinden daha düşük riskleri olan bazı yatırımlar vardır (Quintana, 2012: 11).

Risk sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Sistematik risk, tüm ekonomik piyasayı veya piyasanın daha büyük bir bölümünü etkileyebilir. Buna faiz oranı riski, enflasyon riski, politik risk ve kur riski örnek verilebilir. Sistematik olmayan riskler ise yalnızca belirli bir şirketi veya sektörü etkileyen bir risk türüdür. Bunun nedeni yönetimdeki bir değişiklik, pazardaki yeni rakipler, satışları etkileyecek düzenleyici değişiklikler, bir ürünün geri çağırılması gibi durumlar olabilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### YATIRIM VE YATIRIMCI KAVRAMLARI, BİREYSEL YATIRIMCILAR VE YATIRIM ARAÇLARI

#### 2.1. Yatırım ve Yatırımcı Kavramları

En genel anlamda yatırım, belirli bir süre içerisinde sermaye stokuna yapılan eklemeler olarak tanımlanmaktadır (Eğilmez ve Kumcu,2008:90). Yatırım, zaman içinde olumlu bir getiri sağlaması beklenen projelere veya faaliyetlere sermaye (para) dağıtmayı içermektedir. Yatırımcı ve yatırım tanımı, uluslararası yatırım anlaşmaları kapsamındaki hak ve yükümlülüklerin uygulama kapsamını belirleyen temel unsurlar arasındadır. Diğer bir ifadeyle yatırım gelecekte daha yüksek kazançlar elde etmek için mevcut finansal kaynakların taahhüdü olarak tanımlanır. Ekonomik açıdan bakıldığında, yatırım ve tasarruf farklıdır; tasarruf, daha yüksek getiri elde etmek için yatırım yapılmış olsun ya da olmasın, tüketime harcanmayan toplam kazanç olarak bilinir. Tüketim, kişinin belirli bir dönemde ihtiyaçlarını karşılamak için kullandığı mal ve hizmetlere yaptığı toplam harcama olarak tanımlanır. Yatırım veya tasarrufun yanı sıra tüketim değerleri, farklı istatistiksel yöntemlerle makroekonomik düzeyde veya bireysel düzeyde belirlenebilir. Yatırımın zaman, getiri ve risk olmak üzere üç farklı unsuru bulunmaktadır. Bu unsurlara kısaca değinmek gerekirse fedakârlık şimdiki zamanda yapılmaktadır ve bellidir. Buna karşın getirinin daha sonraki aşamada gelir ve büyüklüğü belirsizdir (Hamurcu,2015:12).

Yatırım, şüphesiz ekonomideki en önemli ve can alıcı değişkendir. Dünyada ortaya çıktığı ilk günden günümüze kadar insan eliyle inşa edilen medeniyetin yatırımlar sayesinde olduğu ancak akla yatkındır. Her ülkenin kalkınması da sıkı ve derinden yatırımlara bağlıdır, çünkü yatırımlar olmasaydı insani ilerleme muhtemelen durdurulurdu. Ekonominin işleyişi, mal ve hizmet üretme kapasitesinin, yani ekonomik büyümenin artırılmasına dayanır ve dolayısıyla reel anlamda ve daha dar anlamda, başkalarını üretmek için kullanılacak mal ve hizmet stokunun genişletilmesi temel amaçtır. (Hamurcu,2015:14).

Finansal yatırım ise, sonraki dönemde kâr edebilmek amacıyla mevcut varlıkların menkul kıymet araçlarında kullanılarak kâr ve gelir elde edilmesidir. Yatırımcılar bugün gerçekleştirdikleri tasarrufları yatırıma çevirirken önlerindeki süreçte beklenti, belirsizlik ve risk oranlarına göre bir karar vermektedirler. Bir yatırım



sözleşmesi, sadece ilgili hükümler kapsamında teminata hak kazanan yatırımcılar ve bu yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar için geçerlidir. Yalnızca bu tür yatırımlar ve yatırımcılar korumadan yararlanabilir ve uyuşmazlıkların halli için talepte bulunmaya hak kazanabilir. Yatırım anlaşmaları genellikle yalnızca anlaşmanın hükümlerine göre kapsanan yatırımcılar olarak nitelendirilenlerin yatırımları için geçerlidir. Bu nedenle, "yatırımcı" teriminin tanımı, bir yatırım anlaşmasının kapsamını belirlemek için kritik olabilir (Akman,2001:27).

Yatırım Komitesi, yatırım sözleşmelerinin hükümlerinin yorumlanması konusundaki tartışmalarında, bu sözleşmelerin temel unsurları arasında yatırımcı ve yatırım tanımını belirlemiştir. Müsteşarlardan, karşılıklı anlayışı ve anlaşmaların sonuçlarını iyileştirmek amacıyla, bu konularla ilgili devlet uygulamalarına ve içtihatlarına bakarak yasal araştırma ve analizler yapmasını talep etmiştir. Gerçeklere dayalı bir araştırma olarak bu belge, OECD'nin veya üye hükümetlerin görüşlerini yansıtmak zorunda değildir. Uluslararası yatırım anlaşmalarından kaynaklanan devam eden veya gelecekteki müzakereler veya anlaşmazlıklar hakkında ön yargılı olarak yorumlanamaz.

Uluslararası ekonomik ilişkilerin doğası değiştiğinde, yabancı yatırımı neyin oluşturduğu kavramı da zaman içinde değişti. Uluslararası yatırım anlaşmaları kapsamında korumaya konu olabilecek varlık türlerinin gelişimi, on dokuzuncu yüzyılın ortalarından itibaren önemli ölçüde genişlemiştir. O zamandan önce, sınır ötesi sermaye akışları tipik olarak Avrupalı yatırımcıların diğer Avrupa Devletlerindeki borç alanlara borç verme şeklini aldı (Kindleberger 1993, s. 208-224). Ticari işletmelerin küresel isim tanınırlığına sahip ulusötesi şirketler (TNC'ler) oluşturmak üzere konsolidasyonu, yüksek kaliteli ve/veya yüksek talep gören mallarla ilişkili belirli ticari markalara büyük değer vermiştir. Bu nedenle, fikri mülkiyetin düzenlenmesi, ulusal ve uluslararası hukuk için önemi giderek artan bir endişe haline gelmiştir. 19. yüzyılda üretken kaynaklarını imalat sektöründe yoğunlaştıran birçok gelişmiş ekonomi, bu kaynakların büyük bir bölümünü hizmetler sektörüne kaydırmaya başlamış ve iletişim ve ulaşımda devam eden gelişmeler, hizmet sağlayıcıların müşterilere hizmet vermesini mümkün kılmıştır (UNCTAD 2004). Bundan da anlaşılacağı gibi, değişen koşullar yabancı ülkelerde yeni yatırım yolları yaratmaktadır. Diğer bir deyişle, ekonomik değeri olan ve dolayısıyla yabancı yatırım olarak kabul edilebilecek yabancı sermayeli varlıkların sayısı giderek artmaktadır.

Yatırımcı, ekonomik şartlar altında gerçek ve tüzel kişilerin hedefi, ellerinde bulunan varlıkların (hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetler) toplam getirisini, 4 risk faktörünü göz önünde bulundurarak olabildiğince artırmaktır (Demirtaş ve Güngör,2004,s.109). Yatırımlardaki net artışlar ülkelerin sermaye stoklarına olumlu katkı yapmaktadır. Bu olgu fiziki ve beşeri sermayenin yanı sıra sosyal sermaye için de geçerlidir. Sosyal sermaye, hem firmalar (ve ayrıca tüm ekonomik aktörler) içinde ve arasında kaynak alışverişinin kilit bir kolaylaştırıcısı ve dolayısıyla değer yaratmanın önemli bir itici gücü olarak görülmektedir. Firmalar iç ve dış ilişkilerinde sosyal sermayeyi ne kadar çok inşa edebilir ve kaldırabilirse, bunun sonucunda firmaların bekleyebilecekleri potansiyel değer yaratma faydaları o kadar büyük olacaktır (Maula ve diğerleri, 2003: 117–118).

## **2.2. Bireysel Yatırımcılar**

Bireysel yatırımcı veya perakende yatırımcı, genellikle çevrimiçi bir komisyoncu, banka veya yatırım fonu aracılığıyla kendi parasını yatıran kişidir. Bireysel yatırım davranışı, bireylerin kendi hesabına küçük miktarlarda menkul kıymet satın alma tercihleri olarak kavramsallaştırılabilir (Nofsinger ve Richard, 2002). Literatürde ekonomistlerin, sosyologların ve psikologların hepsinin bireysel yatırımcı davranışını çeşitli şekillerde açıklamaya çalıştıkları görülmektedir. Örneğin, ekonomistler büyük ölçüde yatırımcıların kararlarının "rasyonelliği" veya "irrasyonelliği" üzerine odaklanmışlardır. Ayrıca sosyologlar yatırım davranışlarını bireylerin sosyal çevrelerine odaklanarak açıklarken, psikologlar ise bireysel özelliklere odaklanarak bireysel yatırım davranışlarını netleştirmeye çalışmaktadırlar (Shafi, 2014: 61). Başka bir deyişle, bireysel yatırım davranışı, yatırımcıların yatırım psikolojisi, bilgi toplama, anlama, araştırma ve finansal konuları analiz etmeyi içeren karar verme prosedürlerini nasıl yargıladığı, tahmin ettiği, analiz ettiği ve gözden geçirdiği anlamına gelir. Bu davranış, yatırımcıların duygularından bağımsız kararlar alarak eldeki bilgilere dayanarak getirilerini maksimize etmek için rasyonel kararlar almayı gerektirir (Shikuku, 2014: 9; Schermelleh 2003:25). Bu nedenle, yatırımcıların varlıklarını maksimize etmek için rasyonel olacakları ve risk-getiri dikkate alarak yatırım stratejilerine karar vermek zorunda oldukları varsayılmaktadır (Jagongo ve Mutswenje, 2014: 92). Bununla birlikte, bireysel yatırım davranışının hem rasyonel faktörlere hem de psikolojik faktörlere dayandığı ileri sürülmektedir. Psikolojik faktörler, bireylerin yatırım kararları ile ilgili tutum ve davranışları üzerinde önemli

etkisi olan önemli bir bileşen olarak kabul edilmektedir. Örneğin, bireyler iyi bir ruh halindeyken veya olumlu duygulara sahip olduklarında finansal yargılarında daha iyimser olurlar, olumsuz etkilerinin ağırlıklı olarak olması durumunda daha karamsar olmaları beklenir (Phan ve Zhou, 2014: 77). Psikolojik faktörler, yatırımcıların davranış ve tutumlarını etkileyen ruh halleri, etkiler, düşünceler, duygular ve diğer bilişsel özellikleri ifade eder. Bu faktörler aynı zamanda bireylerin finansal kararları veya yatırım davranışlarını etkilemesine neden olan belirleyici özellikleri veya kişilik özelliklerini de temsil etmektedir (Sarwar ve Afaf, 2016: 2).

Her işletme sahibi, faaliyetlerini başlatmak, sürdürmek ve genişletmek için yeterli fon veya kaynak bulmak zorundadır. Bu fonlar, resmi veya gayri resmi sermaye veya finansal piyasalar ve bunların türevleri aracılığıyla toplanır. Bu nedenle, sosyal sermaye bileşenlerinin farklı niteliklerle farklı etkileri olduğundan, yatırımcı ve girişimcilerin türlerinden/sınıflandırmaları önemli olmaktadır. Avrupa Özel Sermaye ve Girişim Sermayesi Birliği (EVCA) tarafından yapılan ayrıntılı bir sınıflandırma, yatırımcı türlerini kurumsal yatırımcılar, bağış, aile ofisi, vakıflar, fon fonu, diğer varlık yöneticileri, devlet kurumları ve devlet varlık fonları olarak sınıflandırır (EVCA, 2012: 6). Ancak yatırımcılar için çeşitli adlandırmalar oluşturulmuş olsa da, en yaygın üç yatırımcı türü genellikle özel sermaye yatırımcılar, risk sermayedarları ve şirketler olarak adlandırılır (NZ Trade and Enterprise, 2009: 19).

Özel sermaye ve risk sermayesinin temel unsurları, borsaya kote olmayan şirketlere yapılan yatırımlar, doğası gereği öz sermaye, orta ila uzun vadeli ve büyüme potansiyeli olan şirketlere yönelik olup, bunlar nihayetinde ticari satışlar veya halka arz yoluyla gerçekleştirilebilir (Missankov et al. ., 2006: 9). Özel sermaye yatırımları, halka açılmamış firmalara yatırılan paralardan oluşmaktadır ve bunun sonucunda; herhangi bir borsada ilan edilmezler. Özel sermaye yatırımcıları, esas olarak, teşebbüs halka açıldığında, satıldığında veya başka bir teşebbüsle birleştiğinde veya sermaye yapısı değiştiğinde ödenir. Bu açıdan özel sermaye yatırımcılarının bir başka sınıflandırması, “resmi” (girişim kapitalistleri) ve “gayri resmi” (iş melekleri) yatırımcıları içerir (Filatotchev ve diğerleri, 2006: 1).

Kayıt dışı yatırımcılar; aile bağları olmayan kote olmayan şirketlere doğrudan risk sermayesi yatıran özel kişiler (Mason ve Harrison 2000). Bu nedenle, kayıt dışı yatırımcılar, nispeten küçük miktarlarda para katkıda bulunan ve yatırım nesnesinde aktif rol almayan özel yatırımcıların yanı sıra iş meleklerini de içerir.

Aile ve arkadaşlar dahil tüm kurumsal olmayan risk sermayesi yatırımcıları ise; yatırımcının kendisi tarafından kurulmayan start-up'lara yatırım yapan yatırımcılar, yani aile yatırımları, arkadaşlar, meslektaşlar vb. dahildir. Ancak hisse senedi ve yatırım fonlarına yapılan yatırımlar hariç tutulmaktadır (Reynolds ve diğerleri, 2003).

Kurumsal risk sermayedarları ise; birincil ödülün temettüleriyle desteklenen nihai sermaye kazançları olduğu yeni firmalarda uzun vadeli, kote olmayan risk sermayesi finansmanı için profesyonel yatırımlar yapan yatırımcılardan oluşmaktadır (Wright ve Robbie 1998).

### **2.2.1. Bireysel Yatırımcıların Özellikleri**

Bireysel yatırımcı, gelirlerinin tamamını tüketim harcamalarına ayırmayan ve kısmen geleceğe yatırım yapan, kendi adına hareket eden ve piyasada hesabı olan bireyler olarak tanımlanabilir (Temizel, Sarıkaya ve Bayram, 2010:1-20). Diğer bir tanıma göre ise bireysel yatırımcı, kendi adına işlem yapan ve az miktarda işlem muhasebesi yapan, kendi fonlarını çok az veya hiç profesyonel destek almadan yönetmeye çalışan yatırımcıdır (Karan, 2004: 699). Bireysel yatırımcıların genellikle kendi adlarına ve hesaplarına yatırım yapan, işlem tutarları nispeten küçük olan yatırımcılar olduğu ve bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında bir takım kişisel, finansal ve çevresel faktörlerden etkilendikleri gösterilebilir (Elmas 2010:8).

Bireysel yatırımcılar genellikle kurumsal yatırımcılara göre daha küçük miktarlarda yatırım yaparlar. Bireysel yatırımcılar, her maaş çeki gibi küçük miktarlarda yatırım yapma eğilimindedir. Genellikle işte yatırım fonları aracılığıyla yatırım yaparlar veya çevrimiçi bir komisyoncudan borsada işlem gören fonlar (ETF'ler) satın alırlar (Doğan, 2013: 388).

Finansal piyasalar üzerinde etkili olan yatırımcı profilindeki değişimlerin her geçen gün artan bir şekilde dikkate alınması gereken bir unsur haline geldiği gerçeğidir (Saraç ve Kahyaoğlu, 2011:136). Bireysel yatırımcılar yatırım kararları verirken, hangi faktörlerin bunlardan etkilendiğini analiz etmek ve değerlendirmek gerekir. Bireysel yatırımcılar, yatırım kararları alırken kişisel, finansal ve çevresel olmak üzere üç ana faktörün etkisi altındadır. Bu faktörlerden ilki yatırımcıların yeterli bilgi ve zamanına sahip olma, yaş, cinsiyet, sağlık durumu, gelir düzeyi, yaşam tarzı, beklenti ve psikolojik durum gibi kişisel faktörlerdir. İkinci faktör ise yatırımcıların elindeki mevcut sermayenin korunması, sermayenin değerinin artması ve sürekli gelir elde

etme isteği gibi finansal faktörlerdir. Üçüncü faktör olan çevresel faktörler ise yatırımcıların dahil olduğu sosyal ve kültürel durum, referans grup, grup ve aile ilişkileri olarak kabul edilmektedir (Özaltın, Ersoy ve Bekçi, 2015: 402-404).

**Kişisel Faktörler:** Kişilik, davranış kalıplarının, ilgi ve eğilimlerin, yeteneklerin ve yönelimlerin karakteristik bütünleşmesidir. Kişilik özellikleri davranışsal açıdan önemli olduğundan, yatırım kararlarında alınan aksiyonların öngörülmesi sonucunda bu kişilik özellikleri finans açısından da önem kazanmaktadır. Bazı yatırımcılar daha fazla getiri elde etmek için daha fazla risk alırken bazıları ise kaybetmekten korktukları için daha az riskli yatırımları tercih etmektedirler (Armağan, 2007:46; Tufan, 2008:45). Bireysel yatırımcıların yaşı önemli bir faktördür. Kişinin yaşına bakılarak risk ve getiri ve getiri tercihlerini değerlendirmek mümkündür. Yaş, yatırımcıları finansal risk kategorilerine ayırmak ve sınıflandırmak için en yaygın kullanılan kriterlerden biridir. Yaşlı yatırımcılar genellikle düşük yatırım risk grupları olarak sınıflandırılırken, genç yatırımcılar yüksek yatırım risk grupları olarak sınıflandırılmaktadır (Anbar ve Eker, 2009: 136; Barak, 2008: 31). Yüksek gelirli yatırımcılar, daha düşük gelirli yatırımcılara göre riskli yatırımları kolayca kabul edebilirler. Yani yaş ve gelir arttıkça yatırımcıların kendilerine ve yatırımlarına olan güvenlerinin de arttığını söyleyebiliriz. Cinsiyetin yatırım kararlarına etkisi açısından kadınların risk algısının erkeklere göre daha yüksek olduğu varsayımı göz önüne alındığında, risk algısını etkileyen psikolojik faktörlerin düzeyi açısından kadın ve erkek yatırımcılar arasında bazı farklılıkların olabileceği düşünülmektedir. Kahyaoğlu, 2011: 33). Dwyer, Gilkeson ve List (2002), finansal piyasalar ve yatırımlar hakkında bilgi düzeyinin, cinsiyetin risk alma üzerindeki etkisini zayıflattığını ve kadınların finansal bilgi düzeyi ile kısmen açıklanarak, erkeklerin finansal risk toleransının daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Eğitim düzeyi yüksek bir birey daha fazla analiz ve analiz yaparak yatırım kararlarında tasarruf sağlarken, düşük gelirli bir birey yüksek gelirlilere göre daha muhafazakar bir şekilde tasarruf edebilir. İnsanların toplumdaki statüleri, yetkileri ve inançları büyük ölçüde eğitim düzeylerine göre belirlenir. Bu nedenle eğitim, yaşam tarzı ve gelir düzeyi yatırımcı davranışını etkileyecektir (Aksulu, 1993, s. 16-18). Ayrıca medeni durumun finansal risk algısı üzerinde etkisinin olup olmadığına yönelik araştırmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bazı araştırmalar evli kişilerin daha fazla finansal risk toleransına sahip olduğunu tespit

ederken (Anbar & Eker, 2009: 138), bazıları ise bekarların evli olanlara göre daha fazla finansal risk toleransına sahip olduğunu bulmuştur.

**Finansal Faktörler:** Bireylerin elindeki mevduatı yatırmada etkili olan finansal faktörler nakit akışı, risk, likidite, getiri oranları ve yatırım süresi olarak sıralanabilir (Ayvalı, 2014: 50). Tasarruf sahipleri yatırım yaparken sürekli enflasyondan kaçınıyorlar. Çünkü enflasyon varlıkların defter değerinde bir artışa neden olsa bile, bu artış işletmenin öz sermaye fiyatının yükselmesine neden olmayacaktır. Aksine hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilir (Akgün, 1996:265). Tasarruf sahipleri, ekonomik tahminlerinde enflasyon ve faiz oranlarını önemserler ve bu amaçla yatırımlarını, tasarruflarını alternatif yatırım araçlarından koruyacak yatırım araçlarına yönlendirirler (Schaof, 1993: 100-101). Örneğin, likidite, bir yatırımın düşük maliyetlerle ve hızlı bir şekilde geri çevrilebilme yeteneğini yansıtır. Bu anlamda değerlendirildiğinde, daha fazla nakit varlığın daha cazip olacağı ve dolayısıyla diğer şeyler sabitlendikçe talep edilen miktarın daha yüksek olacağı açıktır (Mishkin, 2010: 93). Bireysel yatırımcılar, yatırımlarının değerini artırmak için yatırımlarını daha yüksek değere veya enflasyon oranını aşan gelire sahip alanlara yönlendirir. Bunu yaparken de alternatif yatırım araçları arasından en uygun olanı seçmeye çalışırlar. Yatırım hedeflerini etkileyen önemli bir faktör, bireysel yatırımcıların da belirli bir gelir için sürekli talep halinde olmasıdır. Bu nedenle bireysel yatırımcılar için maksimum gelir ve güvence faktörleri ağırlık kazanmaktadır (Usul vd., 2002: 140).

**Çevresel faktörler:** Çevresel faktörler, yatırımcıların yatırımlarından etkilenen sosyo-kültürel çevre, yakın çevre, aile ve diğer çevresel etkiler gruplarıdır. Bireylerin tutum ve düşünceleri büyük ölçüde içinde yaşadıkları kültürlerden etkilenir. Bir başka deyişle bireyin sosyokültürel durumu da karar verme sürecini etkiler. Bireysel yatırımcılar yatırım araçları hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları için karar vericilerin onayını ve düşüncesini almak isterler. Doğal olarak bu kişiler genellikle aile bireyleridir (Usul ve ark., 2002). Tasarruf sahibi de bir grup veya aile içinde yaşadığından, kararlarda bu grubun veya ailenin etkisi göz ardı edilemez. Kişiler bir konuya karar verme sürecinde yalnız kaldıklarında yanlış bir karar verme fikrine sahip oldukları konusunda güvensiz hissettikleri için grubun veya ailenin onayına ihtiyaç duyarlar. Bireysel yatırımcıların risk algısı açısından sahip oldukları özellikler, yatırım kararlarının alınmasında etkilidir. Yatırımcı, riski para kaybetmek veya rahatsız edici

bir şey yapmak olarak tanımlar. Bir araçla ilgili olumsuz haberleri algırlar; yüksek risk düzeyinde aşına değiller. Yatırımcılar, herkesin ilgi duyduğu popüler araçlara yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünüyor. Yatırımcılar, geçmiş ve gelecekteki potansiyel riskleri karıştırma eğilimindedir (Karan, 2004: 699). Referans grupları, bireylerin davranışlarını etkileyen çevresel faktörlerden biridir. Referans grupları, birey için önemli olan ve bireyin tutum ve davranışlarını şekillendiren sosyal gruplar olarak tanımlanmaktadır. Yapılan bir araştırmaya göre, bireyin satın alma kararlarının %80'inin bir başkasının doğrudan tavsiyesinden etkilenerek gerçekleştiği belirlenmiştir (Hsu vd., 2006: 474). Bireysel yatırımcılar yatırım kararı verirken içinde buldukları gruplardan etkilenirler. Yıllardır menkul kıymetler borsasına yatırım yapanların tavsiyelerinin ciddiye alınması ve referans alınması bu duruma örnek teşkil etmektedir.

### **2.2.2. Bireysel Yatırımcılarda Risk Algısı**

'Risk algısı' kavramı, yatırımcıların endişelerine ve deneyimlerine dayanarak finansal varlıkların riskini nasıl gördükleri anlamına gelir. Yatırımcıların risk algısı, yatırım kararlarını etkileyen önemli bir faktördür. Risk algısının bireysel bir yatırımcının yatırım kararları üzerindeki etkisi, davranışsal finans literatüründe yükselen bir konudur. Risk, her tür finansal yatırımın doğal bir özelliğidir. Bir yatırımın gerçek getirisinin beklenen getiriden daha düşük olma olasılığıdır. Algı, bir kişinin duyusal bilgilere ilişkin üstün bir açıklama arayışı içinde olduğu ve böylece yatırımcının uzmanlık düzeylerine ve geçmiş deneyimlerine dayanarak nihai bir yargıya varabilmesi sürecidir (Riaz, 2012). 'Risk algısı' kavramı, yatırımcıların endişelerine ve deneyimlerine dayanarak finansal varlıkların riskini nasıl gördükleri anlamına gelir. Risk algısı, bir bireyin, grubun veya toplumun bir riskin meydana gelme şansı veya etkilerinin kapsamı, büyüklüğü ve zamanlaması hakkında sahip olduğu rasyonel veya irrasyonel inançtır. Finansal risk analizini karmaşık hale getiren şey, her yatırımcının kendi risk toleransına ve risk algısına sahip olmasıdır. Yatırımcıların risk algısı, yatırım kararlarını etkileyen önemli bir faktördür. Yatırım kararı, genel olarak, yatırımcılar tarafından, gelir elde etmek veya değer kazanmak amacıyla çeşitli finansal ürün/araç yollarına nereye, ne zaman, nasıl ve ne kadar fon yatırılacağına ilişkin karar anlamına gelir. Burada kavram yatırım kararı, bireysel yatırımcıların yatırım fonlarına yatırım yaparken aldıkları karar olarak tanımlanmaktadır. Davranışsal finans araştırmacıları, kararların kaçınılmaz psikolojik

ve duygusal faktörlerden etkilenebileceğini keşfetti. Bu faktörlerin daha iyi anlaşılması, yatırımcıların uygun bir yatırım kararı almalarına ve gelecekte en iyi finansal yatırım yolunu bulmada tekrar eden hatalardan kaçınmalarına yardımcı olacaktır. Yatırımcılar genellikle bir yatırım kararının riskini ve getirisini değerlendirirler. Bir yatırımcının karar verme davranışı, riske karşı tutumlarından etkilenir. Riske yönelik farklı algı seviyelerinde, bireysel yatırımcılar yatırımları hakkında farklı düşünürler ve farklı kararlar alırlar. Yatırımcılar, nihayetinde riskli yatırım kararlarına yönelik davranışlarını etkileyen, yorumlarına ve algılarına göre risk alırlar (Obamovi, 2013).

#### **2.2.2.1. Riski Seven Yatırımcılar**

Riski sevmek terimi, genel olarak, yatırımcıların potansiyel bir kâr elde etme beklentisiyle finansal risk almaya istekli olmaları olarak anlaşılmaktadır. Herhangi bir zamanda riski sevmenin derecesini ölçmek, finansal istikrar açısından oldukça önemlidir çünkü geçmişteki risk primlerindeki ani artışlar, piyasa likiditesindeki düşüşler ve keskin varlık fiyatlarındaki düşüşler genellikle risk iştahının kaybıyla ilişkilendirilmiştir. Riski sevmek, riskten kaçınma kavramını kapsar, ancak herhangi bir zamanda varlık fiyat hareketleri hakkında var olan (objektif) belirsizlik miktarından da etkilendiği için biraz daha geniş bir kavramdır. Diğer bir deyişle, riski sevmek sadece yatırımcıların belirsizlikten hoşlanmama derecesine değil, aynı zamanda varlık fiyatlarını yönlendiren temel faktörler hakkındaki genel belirsizlik düzeyine ve onların algılarına da bağlıdır. Bu faktörlerin hiçbiri varlık fiyatlarından doğrudan gözlemlenemez, sadece bunların birleşiminden oluşur. Ancak, riski sevme derecesinin genellikle oldukça istikrarlı olduğu düşünüldüğünden, riski sevme endekslerinin genellikle yatırımcı belirsizliğindeki değişiklikleri takip ettiği ve belirsizlik arttığında riski sevme derecesinin düştüğü kabul edilir. Varlık fiyatlarına gömülü risk primleri, söz konusu varlığın riskliliğinin yanı sıra riski sevme derecesinden de etkilenir.

#### **2.2.2.2. Riske Karşı Kayıtsız Yatırımcılar**

Bir kişinin yatırım yapmaya karar verirken riske karşı kayıtsız kaldığı bir zihniyeti ifade eder. Bu zihniyet, hesaplama veya rasyonel çıkarımdan değil, duygusal bir tercihten türetilmiştir. Riskten bağımsız bir yaklaşıma sahip bir kişi, aptalca bir şey olup olmadığına bakılmaksızın riske odaklanmaz. Bu düşünce tarzı her zaman duruma bağlıdır ve fiyata veya diğer dış faktörlere dayanabilir. Risk nötr, alternatif yatırımları



analiz eden bir bireyin zihniyetini tanımlamak için kullanılan bir kavramdır. Kişi, riskten bağımsız olarak yalnızca potansiyel faydalara odaklanırsa, bunlar nötr bir risk olarak kabul edilir.

### 2.2.2.3. Riskten Kaçan Yatırımcılar

Riskten kaçınan biri, kazanç elde etmek yerine kayıptan kaçınmayı tercih etme özelliğine sahiptir. Riskten kaçınan yatırımcılar, daha agresif büyüme stratejileri veya hedeflerinin aksine, minimum risk ve istikrarı tercih ederek yatırım yaklaşımlarında muhafazakar olma eğilimindedir. Bu özellik genellikle, daha düşük getiri ve nispeten bilinen riskleri olan yatırımları, potansiyel olarak daha yüksek getirisi olan ancak aynı zamanda daha yüksek belirsizlik ve daha fazla risk içeren yatırımlara tercih eden yatırımcılara veya piyasa katılımcılarına bağlanır. Riskten kaçınan yatırımcılar sermayelerini korumaya odaklanırlar, bu nedenle daha önemli kazanç potansiyeli için risk almaya daha az isteklidirler. Riskten kaçınan yatırımcılar, diğerlerinin yanı sıra daha düşük oynaklığa sahip tahviller veya hisse senetleri gibi sabit getirili varlıkları tercih edebilir. Çeşitlendirme, yatırımcıların riski azaltmasına yardımcı olur çünkü para kaybetmeme şansınızı artırır. Bireysel bir yatırımın veya portföyün risk seviyesini borsadaki genel risk seviyesiyle karşılaştıran, riske bağlı ortak bir kavram, beta kavramıdır. Riskten kaçınan bir yatırımcı, hisse senetleri, opsiyonlar ve vadeli işlemler gibi nispeten daha yüksek riskli yatırımlardan kaçınma eğilimindedir. Garantili getiri ve düşük veya sıfır riski olan yatırımlara bağlı kalmayı tercih ederler. Bu yatırımlar, devlet tahvillerini ve Hazine bonolarını içermektedir.

Yatırımlarını korumak isteyen riskten kaçınan yatırımcılar, çeşitli yatırım stratejilerinin artılarını ve eksilerini göz önünde bulundurmalıdır. Riskten kaçınan bir yatırımcının izleyebileceği ortak yatırım stratejiler ise;

**Gelir yatırımı**, yatırımcıların düşük riskli varlıklarla düzenli, güvenilir gelir sağlayan bir şekilde yatırım yapmayı amaçlamasıdır. Örneğin, düzenli faiz ödemeleri veya sabit gelir öderken sermayelerini uzun vadede koruyacak tahviller tutabilirler. Tahviller değişen derecelerde riske sahip olabilir, ancak ekonomik risklere veya jeopolitik kargaşaya karşı daha az duyarlı oldukları için genellikle hisse senetlerinden daha düşük risk olarak kabul edilirler. Hükümet ve belediye tahvilleri, güvenli bir sabit getirili varlık türü olarak kabul edilir, çünkü hükümetler, gerekirse ödeme yapmak için vergileri artırma hakkına sahiptir. Genel olarak, bu tahvillerin faizi de vergiden

muaftır. Sabit gelirli bir yaklaşım kullanan yatırımcılar, enflasyon riskine veya enflasyon oranının sabit gelir miktarını aşması riskine dikkat etmelidir, böylece yatırımcı satın alma gücünü kaybeder.

**Değer yatırımcıları** , değeri düşük hisse senetleri satın almayı amaçlar, yani şirketin gerçek değerinden veya gerçekten değerinden daha düşük fiyatlarla işlem yaparlar. Buradaki fikir, yatırımcıların gerçek değerlerini tanıdıka bu hisse senetlerinin fiyatlarının zamanla artacağıdır. Değer hisse senetleri genellikle daha geniş piyasaya göre daha düşük riskli olarak kabul edilir, ancak yatırımcılar hisse senedinin dönmesinin zaman alabileceğini ve büyüme hisse senetlerinden daha fazla fiyat dalgalanması riskine sahip olabileceğini unutmamalıdır. Dolayısıyla bu strateji uzun vadeli yatırımcılar için daha uygundur.

**Çeşitlendirme:** Portföylerini çeşitli varlıklarla çeşitlendiren yatırımcılar risklerini azaltır. Hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul gibi farklı varlık türlerine yatırım yaparak çeşitliliği artırılabilir. Yatırım yapılacak şirketlerin veya sektörlerin boyutları değiştirilerek de çeşitlilik katılabilir.

### **2.3. Yatırım Araçları**

#### **2.3.1. Repo**

Bir geri satın alma sözleşmesi (repo), finansal kuruluşlar arasında devlet tahvilleri karşılığında kısa vadeli bir satıştır. Repolar, kısa vadeli teminatlı krediler gibi işleyen satış işlemleridir. Menkul kıymetler teminat görevi görür. Menkul kıymetlerin başlangıç fiyatı ile geri alım fiyatı arasındaki fark, repo oranı olarak bilinen krediye ödenen faizdir (Antinolfi ve ark. 2015:19). Ters repo sözleşmesi (ters repo), bir repo işleminin aynasıdır. Ters repoda, taraflardan biri menkul kıymetleri satın alır ve daha sonraki bir tarihte, genellikle ertesi gün içinde pozitif bir getiri için geri satmayı kabul eder. Çoğu repo bir gecede yapılır, ancak daha uzun olabilirler. Repo piyasası, çok sayıda menkul kıymete (örneğin bankalar, aracı kurumlar, hedge fonları) sahip olan finansal kuruluşların ucuza borç almasına ve çok fazla yedek nakdi olan tarafların bu nakitten çok az bir getiri elde etmelerine izin verir (Copeland, 2014: 2344).

Alicının repo başlangıcında ödediği fiyat ile sonunda aldığı fiyat arasındaki fark, satıcıya fiilen borç verdiği nakdin getirisidir. Geri alım işlemlerinde ve şimdi genellikle geri alım/satım durumunda, bu getiri, yıllık yüzde oranı olarak kote edilir

ve getiri olarak adlandırılır. Yasal olarak doğru olmasa da, getiriye genellikle *repo faizi* denir (Gottardi ve Maurin, 2017:2-3).

### **2.3.2. Döviz Mevduatı**

Döviz, milli para birimi dışında yabancı para ile ödeme yapmayı sağlayan her türlü belge, hesap ve araca verilen ortak isimdir. Kullanımda sıklıkla yapılan hata döviz ile efektifin anlamlarının birbirine karıştırılmasıdır. Efektif, yabancı ülkelerin kâğıt parasıdır. Madeni yabancı paralar efektif tanımında değildir. Efektif, nakil ve saklama maliyetine sahip olması sebebiyle döviz ile aynı değerde olmayabilir. Yerel para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki oransal değeri o ülkedeki döviz kuru anlamına gelir. Bir başka deyişle döviz kuru; bir ülke parasının diğer ülke paraları karşısındaki değerini ifade eder. Bir para biriminin diğer bir ülke para birimine dönüştürülme oranı ise parite olarak ifade edilir ve uluslararası döviz piyasasında temel fiyat olarak kullanılır. Bu bağlamda ulusal para birimlerinin diğer ülke para birimlerine dönüştürülmesi konvertibilite olarak isimlendirilmektedir.

### **2.3.3. Hisse Senedi**

Hisse senedi, ihraç eden şirketin bir kısmının sahipliğini temsil eden bir menkul kıymettir. Hisse senedi birimlerine, sahibine, şirketin varlıklarının ve kârlarının, sahip oldukları hisse miktarına eşit bir oranda sahip olma hakkı veren "hisseler" denir. Bir hisse senedinden para kazanmanın başlıca yolları, hisse fiyatındaki ve temettü ödemelerindeki artıştır. Hisse senetleri sektöre, değerlemeye veya değere göre gruplandırılabilir. Hisse senetleri; anonim işletmelerde ortakların firmalara tahsis etmiş olduğu sermaye paylarını temsil etmek suretiyle, ihraç edilmekte olan, ibarelerde birbirlerine benzeyen ve mülkiyetin temsil edilmesinde kullanılan kıymetli verilen isimdir. Hisse senedinde ortak, firmanın sahibidir. Sahipliğin gerektirmiş olduğu tüm haklardan yararlanmaktadır. Bu ilgili haklar; “denetim kuruluna, yönetimi kuruluna ve genel kurula” seçilmek, firmanın borcundan arda kalan net karlardan temettü almak, firmadan bilgi isteme ve denetleme, firmaların iflası durumunda tasfiye sonrasında kalan artık değerlerden pay almak ve hukuk kurallarının kendisine tanıdığı diğer imkanları yararlanmaktır.

İşletmelerin başarıları ve başarısızlıkları finansal piyasalar tarafından takip edilmekte ve tüm bunlara göre de pazarda hisse senetlerinin fiyatları yükselmektedir ya da düşmektedir. İşletme yönetimlerinin faaliyetlerinde optimal finansal

politikaların gerçekleştirilmesi, etkin finansal kararların alınması gerekmektedir. Hisse senetleri 3'ncü kişiler tarafından kolaylık ile alınarak satılabilmektedir. Bu yüzden, belge olarak hisse senetlerinin kanuni koşul ve şartlarına uygun bir biçimde hazırlanması gerekmektedir. Tüm bunlara göre, hisse senetleri aşağıda yer hususları içermesi gerekmektedir (Karşlı, 1994: 363):

- “İşletmenin ünvanlı,
- Tescil tarihi ve ticaret sicili,
- Hisse senetlerinin nev'i,
- Hisse senetlerinin itibarı yani “nominal” değeri,
- Nama yazılı hisse senetlerinde, hisse sahiplerini ismi, soyadı ve ikameti
- Yetkili kişinin imzası.”

Şirketler, işlerini büyütmek, yeni ürünler piyasaya sürmek veya borçlarını ödemek için ek fon elde etmek için hisse senedi satarlar. Bir şirketin hisselerini ilk kez halka arzına "ilk halka arz" (IPO) denir. Halka arzdan sonra, hissedarlar hisselerini, fiyatların arz ve talebe göre belirlendiği [borsada](#) yeniden satabilirler. Satışa sunulan daha fazla hisse senedi, fiyat düşecektir. Bir hisse senedini ne kadar çok kişi satın alırsa, fiyat o kadar yüksek olur. Genellikle insanlar şirket kazançları veya kâr beklentilerine göre hisse senedi alır veya satarlar. Tüccarlar, bir şirketin kazançlarının yüksek olduğunu veya daha da artacağını düşünürse, hisse senedinin fiyatını yükseltirler. Hisse senedi satışından elde edilen kar "sermaye kazancı" olarak bilinir.

Hisse senedi, ortaklık hakkı sağlayan ve bu ortaklık hakkını belgeleyen kıymetli senetlerdir. Diğer bir ifade ile hisse senedi bir ortaklık senedi olarak bilinmektedir. Hisse senetlerinin birden çok çeşidi bulunmaktadır. Bunlardan sırası ile aşağıda bahsedilecektir.

**Adi Hisse Senetleri (Common Stocks):** Hisse senetleri, sözleşmenin aksine bir durum olmadığında sahibine eşit haklar sağlamaktadır. Bu türdeki hisse senedine “Adi Hisse Senetleri” ismi verilmiştir. Bu hisse türünde, anonim firmadan diğer hisse senedine kıyas ile hiçbir şekilde imtiyazı bulunmayan, kanunun tanıdığı olduğu ya da ana sözleşmenin olduğu imtiyaz sahiplerinde olmayan hakların, başka hiçbir hakka sahip olunmayan hisse senedi olarak tanımlanmıştır (Karababa, 2001: 29).

**İmtiyazlı Hisse Senedi (Preferred Stocks):** İşletmeler esas sözleşmeleri ile, bu tür hisse senetlerine kar payından pay alma ve tasfiye durumundaki tasfiye bakiyesinden pay alma gibi hususlarda imtiyaz tanımaktadır. Bu tip hisse senetlerine

“imtiyazlı hisse senedi” ismi verilmiştir (Akgüç, 1998: 758). Bu tip hisse senedinde, işletmenin ana sözleşmesinde, hisse senedinin sahibine hisse karından belli bir oran ile, özel bir temettü dağıtımını öngörülmektedir (Bozer ve Göle, 1998: 65).

**Nama veya Hamiline Yazılı Hisse Senetleri:**

Hamiline ya da Nama yazılı hisse senetlerinin ayrılmasında devir işlemleri hedef alınmıştır. Devir işlemlerinde teslimin yeterli olduğu hisse senetleri “Hamiline Yazılı Hisse Senedi”, fiziksel teslim ile beraber senedin ciro edilmesi gerektiği ve pay kütüğüne işlenerek devri gerçekleşen senetlere “Nama Yazılı Hisse Senedi” denilmektedir. Tüm firmalar hamiline ve nama yazılı hisse senedi ihraç edilmektedir (Kondak, 1999: 60).

**Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri:** Bedelli sermaye artırımında bedelli hisse senedi ihraç edilerek işletmeler tarafından dış kaynak sağlanmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımında işle iç kaynakları kullanmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımı sonucu ihraç edilen hisse senetleri bedelsiz hisse senetleridir. Bu senetler ya işletmenin kurulumu sırasında ya da sermayenin arttırılmasında rüçhan hakkının kullanılmasıyla, eski ortakların tarafından veya halka arz yolu ile 3’ncü bireyler tarafından satın alınabilmektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 34).

**Primli ve Primsiz Hisse Senetleri:** Üzerinde yazılı olan değerlerle, ihraç edilen hisse senetlerine “primsiz hisse senedi” adı verilmektedir. Nominal değerden yüksek bir bedelle ihraç edilmekte olan hisse senetlerine “primli hisse senedi” adı verilmiştir (Karabıyık, 1997: 73).

Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede yer alması, genel kurul tarafından karar alınmış olması gerekmektedir. Kayıtlı sermaye sistemlerine göre ise, esas sözleşmede bulunan yetkinin kılınması üzerine, yönetim kurullarının kararı ile, primli hisse senedinin ihraç edilmesi gerekmektedir (Bolak, 2001: 102).

**Kurucu ve İntifa Senetleri:** Kurucu hisse senetleri, belirli bir sermaye payının temsil etmeyen işletmenin yönetimine katılma hakkı veren senetlerdir. İşletmenin karlılığının belli bir kısmına iştirak hakkı tanıyan ve daimi kurucuların isimlerinin yazılı olması şartı ile, ihraç edilen senetlere “kurucu senetleri” ismi verilmektedir.

İntifa hisse senetleri sahiplerine kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden pay alma ya da rüçhan hakkı veren ama herhangi bir ortaklık payını temsil etmemektedir. Farklı hizmetlerin ve alacakların karşılığı olarak kuruluştan sonra verilebilir ve sermaye paylarını temsil etmezler (Apak, 1995: 32).

**Oydan Yoksun Hisse Senetleri:** Oydan yoksun olan hisse senetlerinde, oy hakkının olunmaması ile beraber diğer bazı hususlarda farklı imtiyazlar ile donatılmış paylardandır. Bu payların tamamındaki imtiyazlar oy haklarının bulunmamasının ardında doğan eksiklikleri telafi etmektedir. Oydan yoksun olan hisse senetlerinde, ortakların sermaye artırımlarıyla ihraç edileceği, oy hakkı hariç sahiplerine kar paylarından ve istenildiği zaman tasfiye bakiyelerinde imtiyazlı bir şekilde yararlanma hakkı veren senetlerdir (Karahana, 1991: 100).

#### **2.3.4. Tahvil**

Tahvil, belirli bir vade boyunca faiz ödemeleri ve tahvilin vade tarihinde anaparanın geri ödenmesi karşılığında bir yatırımcının bir şirkete, hükümete, federal kuruma veya başka bir kuruluşa verdiği bir kredidir. Hazine tahvilleri, acente tahvilleri, şirket tahvilleri, belediye tahvilleri ve daha fazlasını içeren çok çeşitli tahviller vardır. Aynı şekilde birçok tahvil yatırım fonu türü vardır.

#### **2.3.5. Hazine Bonosu**

Hazine bonoları (T-tahvilleri), vadeleri 10 ile 30 yıl arasında değişen sabit oranlı devlet borçlanma senetleridir. T-tahvilleri vadeye kadar altı ayda bir faiz ödemesi yapar ve bu noktada tahvilin nominal değeri sahibine ödenir. Hazine bonoları, toplu olarak hazineler olarak bilinen ve ilgili hükümetinin vatandaşlarını vergilendirme kabiliyeti tarafından desteklendikleri için tipik olarak neredeyse risksiz olarak kabul edilen daha geniş devlet borcu kategorisinin bir parçasıdır.

#### **2.3.6. Yatırım Fonları**

Yatırım fonu, bir dizi yatırımcıdan para toplayan ve bir havuzda toplayan ve bunları hisse senetlerine, tahvillere, devlet tahvillerine, para piyasası araçlarına yatıran toplu bir yatırım aracıdır. Buna genellikle portföy denir. Net aktif değeri (NAV) olarak da bilinen yatırım fonunun fiyatı, portföydeki menkul kıymetlerin toplam değerinin fonun mevcut hisse sayısına bölünmesiyle belirlenir. Bu fiyat, portföyün sahip olduğu menkul kıymetlerin her iş günü sonundaki değerine göre dalgalanmaktadır. Aktif olarak yönetilen yatırım fonları söz konusu olduğunda, menkul kıymet alım ve satım kararları, araştırma ekipleri tarafından desteklenen bir veya daha fazla portföy yöneticisi tarafından verilir. Kanun hükümleri gereğince katılma belgeleri karşılığında halktan toplanan meblağlarla, belge sahiplerinin hesabına, inancılı mülkiyet esasları ve riskin dağıtılması ilkesine göre; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından uygun

görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, futures, opsiyon ve forward sözleşmeleri, özelleştirme kapsamındakiler dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ile Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı, özel ve devlet borçlanma senetleri, tüm borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan varlıklardır (Bolat, 2006: 21). Piyasa her düştüğünde veya önemli ölçüde yükseldiğinde fonun performansını gözden geçirme eğiliminden kaçınılmalıdır. Aktif olarak yönetilen bir öz sermaye planı için, kişinin sabırlı olması ve fonun portföyde getiri elde etmesi için 18 ila 24 ay arasında makul bir süreye izin vermesi gerekir.

### **2.3.7. Katılım Fonları**

Katılım Fonları, yatırımlarını faiz kazancı sağlanmayan para ve sermaye piyasası araçları ile değerlendirmek isteyen yatırımcılar için portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarına dayalı fonlardır.

### **2.3.8. Bireysel Emeklilik Fonları**

Bireysel emeklilik katkı paylarının katılımcılar adına ayrı ayrı hesaplarda muhafaza edildiği ve katılımcılarına emeklilik dönemlerinde ek gelir sağlayarak refah düzeyini artırmayı amaçlayan bir sistemdir. Ülkemizde sosyal güvenlik reformunun önemli bir kısmını oluşturmak, bununla beraber kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlamak üzere özel emeklilik fonlarının oluşturulması amacıyla hazırlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve yayımını müteakip 6 ay sonra yürürlüğe konulmuştur

### **2.3.9. Sukuk**

Kira sertifikası ya da bilinen adıyla sukuk; varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan bir menkul kıymettir (SPK, 2010).

## 2.4. Yatırımcı Psikolojisi

Yatırımcıların duygusal ve psikolojik durumu yatırım kararları üzerinde önemli bir etkidir. Psikolojik faktörler arasında yer alan korku ve stres unsurları yatırımcıların rasyonel kararlar almasını engelleyen faktörler arasında gösterilmektedir. Eğer bir yatırımcı yalnızca kazanç elde etmek umudu ve kaybetme korkusuyla veya stresli bir tedirginlikle karar alırsa, yatırım stratejisi ne kadar kusursuz bile olsa zarara uğrama olasılığı oldukça yüksektir. Yatırımcı psikolojisinde bu unsurların yer alması, yüksek bir kazancında önüne geçebilecektir.

Yatırım kararları üzerinde etkili olan birçok değişken bulunmaktadır. Her değişkenin her yatırımcı üzerindeki etkisi birbirinden farklıdır. Bazı yatırımcılar risk severken, bazıları ise ileriye düşünerek ölçülü davranır. Bu faktörlerin etkilerini açıklayabilmek için, yatırımcıların karar verme aşamasında rasyonel mi yoksa irrasyonel mi davrandıklarına bakılması gerekir.

## 2.5. Yatırımcı Kararlarını Etkileyen Faktörler Ve Önyargılar

Klasik iktisada göre bireyler belirsizlik ve risk altında karar verirken rasyonel davranırlar. Oysaki bireyler toplumsal yaşamda sürekli aynı şartlarda ve aynı psikoloji ile yaşamamaktadır. Hayatın akışı gereği bu etmenler değişkenlik göstermektedir. Bu yüzden pazar katılımcısı olan yatırımcı bireylerde belirsizlik ve risk altında karar alırken rasyonel davranmayarak duyguları ve önyargıları dahilinde hareket edebilirler. Devreye giren bu psikolojik etkenler yatırımcı kararları üzerinde oldukça etkilidir. Yatırımcı kararlarını etkileyen psikolojik faktörler ve bilişsel önyargılar; “Aşırı Güven, Aşırı İyimserlik, Temsil Edilebilirlik Yanlılığı, Tutuculuk Eğilimi, Çıpalama (Dayanak Noktası Belirleme), Ulaşılabilirlik (Mevcudiyet) Yanlılığı, Zihinsel Muhasebe, Belirsizlikten Kaçınma, Yatırımcı Duyarlılığı, Aşırı Reaksiyon, Düşük Reaksiyon, Çerçeveleme Etkisi, Sürü Davranışı.” gibi kriterlerdir.

İnsanların psikolojilerine dair yapılan araştırmalardan çoğunun bulgularının neticesinde insanların sübjektif yanlılık gösterdikleri, kendi yetenek ve inançlarına aşırı güven duydukları saptanmıştır. Psikolojik bulgulara göre insanlar, mevcut bilgilerinin doğruluğunu ve zekalarını diğer bireylere kıyasla abartma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Finansal çerçeveden incelediğimizde ise aşırı güven, pazar katılımcısının kendi bilgi ve tahminlerini diğer katılımcılara göre üstün görmesidir. Bu sebeple yatırımcılar doğru tahminlerde bulduklarını düşündükleri için risklere karşı duyarsızlaşmaktadırlar. Kendi edindikleri bilgilere daha fazla değer biçtiklerinden



ötürü, kamuya açıklanmamış ve kimse tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğuna inanma eğiliminde olmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar finansal analizler, mali tablolar, raporları göz ardı ederek çevreden gelen bilgilere daha fazla önem verdikleri için, kendilerini daha riskli yatırımların içinde bulabilmektedirler (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998).

### **2.5.1. Aşırı Güven**

Aşırı güven durumu cinsiyete göre de farklılık göstermektedir. Barber ve Odean 2001 yılında yaptıkları çalışmalarında aşırı güven önyargısını cinsiyetler bağlamında incelemiştir. Erkeklerin kadınlara oranla kendilerine daha çok güvendiğini gösteren psikolojik araştırmalardan yola çıkarak, erkeklerin daha çok ticari işlem yapacağını öngörmüştür. 1991-1997 yılları arasında 35.000 hane halkına ilişkin bilgilerin kullanıldığı çalışmalarda, erkeklerin kadınlara oranla %45 daha çok ticari işlem yaptığı saptanmıştır (Dinçer ve Yüksel, 2018: 549).

### **2.5.2. Aşırı İyimserlik**

Aşırı iyimserlik önyargısı, bireylerin her şeyi toz pembe görme yaklaşımını taşımaktadır. Böyle bir tutuma sahip olan bireyler her şeyin en iyi yanını görmekte ve her durumun mutlak iyi bir çıkış yolu olduğunu düşünmektedirler. Bardağın hep dolu tarafını gördüklerinden dolayı da istedikleri her şeyin kendi istekleri doğrultusunda olacağına ve olumsuz herhangi bir şeyin olmayacağına dair yüksek inanç sahibidirler. Yapılan çoğu araştırmanın neticesi, insanların inançlarının aşırı iyimserlik önyargısından etkiye uğradıklarını ortaya koymuştur. İnsanlar kendi yeteneklerini, başarılarını ve bilgi düzeylerini savunmakta ve kendilerini ortalamanın üstünde tutarak daha iyi görmektedirler.

Aşırı iyimserlik önyargısına sahip pazar katılımcıları yatırım gerçekleştirdikleri menkul değerlere ve ekonomiye karşı normalin üstünde iyimser olma eğilimi göstermektedirler. Kötü hiçbir olayın kendilerini etkileyemeyeceğini ve yaptıkları yatırımların zarara uğramayacağını düşünmektedirler. Aşırı iyimserlik gösteren yatırımcı, söz konusu şekilde yanlış inanç ve düşüncelere kapılması sonucunda yatırımlarının kötü yanlarını göremeyecek ve yanlışını fark etmeyerek doğru kabul etmesine sebep olacaktır.

### 2.5.3. Temsil Edilebilirlik Yanlılığı

Pazar katılımcılarının belirli bir yatırıma ilişkin sahip oldukları önyargıları onların alacakları kararlar üzerinde önemli bir yere sahiptir. Yatırımcılar, geçmiş tecrübeleri geleceğe yansıtarak içinde buldukları durum ile geçmiş arasında benzerlik arayışına girerler (Karaa, 2015: 15)

Temsil yanlılığı gösteren pazar katılımcıları, büyük ve küçük örneklem gruplarından sağlanan neticelerin tamamıyla benzer olasılık dağılımına sahip olacağı sonucuna dayanarak küçük örneklem gruplarını kullanarak yatırım kararı vermektedirler. Pazar katılımcılarının, geçmişteki olayların gelecekte de süreceğini kabul ettikleri ve küçük örneklem gruplarını kullandıkları küçük sayılar kanunu ile temsil yanlılığı artmaktadır. Küçük sayılar kanunu ile yatırımcılar, uzun dönem ortalamaları göz önüne almayarak kısa vadeli başarı ortalamalarına daha çok önem verirler. Örneğin, Tofaş hisse senedi bir yıl içinde yüksek getiri vermişse, yatırımcılar gelecekteki günlerde de o performansı beklerler. Aslında bu durum pazar katılımcıları için bir tür tuzaktır. (Karan, 2013: 726)

Sonuç olarak temsil yanlılığı, pazar katılımcılarının pazar ve şirketler ile ilgili bilgileri doğru olarak hesaplamasını engelleyerek kayıplara sebep olmaktadır.

### 2.5.4. Tutuculuk Eğilimi

Tutuculuk eğilimi, yatırımcıların karar verirken geçmişi dayanak tuttukları, yeni görüş ve olasılıkları kabul etmek yerine mevcut geçmiş bilgilere sadık kalmasıdır. Tutuculuk eğilimi olan yatırımcılar güncel durumlara cevaben var olan inançlarını değiştirmede çok yavaş, başka bir deyişle tutucu olurlar (Bodie vd., 2012: 269).

Psikoloji bilimine dair yapılmış olan çalışmalar bireylerin geçmişteki mevcut inançlarını destekleyen bilgi arayışında bulduklarını ve buna bağlı olarak objektif davranmadıklarını göstermiştir. Temsil yanlılığının aksine tutuculuk eğilimi gösteren yatırımcılar piyasadaki yeni bilgilere düşük reaksiyon göstermektedirler. Yatırımcıların pazardaki yeni bilgilere düşük reaksiyon göstermeleri, geçmişte yaşanan yatırım hareketlerinin aynısının yaşanmasına neden olacaktır. Yatırımcıların hisseleri geçmişte kaybettirmiş ise yine kaybedecekler, kazandırmış ise yine kazanacaklardır.

Pazar katılımcılarının tutuculuk eğiliminin doğuracağı zararları engelleyebilmeleri için, geçmiş görüşlerini destekleyen bilgi kanıtlarını

abartmamaları, yeni görüşlere açık olmaları ve analiz etmeleri ve daha objektif yaklaşım sergilemeleri gerekmektedir.

### **2.5.5. Çıpalama (Dayanak Noktası Belirleme / Demirleme)**

Bireyler bir durumu yaklaşık olarak değerlendirirken kendilerince bir başlangıç noktası belirlerler ve daha sonra da tahminlerini bu dayanak noktasına göre yaparlar. Kahneman'ın çalışmasında "Demirleme Eğilimi" adıyla yer verdiği bu durum, insanların gelecekle ilgili karar verirken geçmiş deneyimlerden yararlandığını ve geçmişteki durumu dayanak noktası seçip üzerine eklemeler yaparak gelecek bilgileri tahminlediği anlamına gelmektedir. (Kahneman, 2003: 1470)

Kahneman ve Tversky'nin 1974 tarihli "Belirsizlik Altında Karar Verme: Sezgisel ve Önyargı" isimli makalesinde yer verdikleri çalışma sonucunda çıpalama etkisi bilimsel olarak ortaya konmuştur. Bu çalışmada bireylerden, Birleşmiş Milletler üyeliğine sahip Afrika ülkelerinin oranının tahminlemesi istenmiştir. Bunun yapılabilmesi için de üzerinde 1 ile 100 arasında sayıların bulunduğu çarkın çevrilmesi istenmiştir ve çark çevrildiğinde denk gelecek sayının Afrikalı oranından düşük mü yoksa yüksek mi olacağı sorulmuştur. Bireylerin tahminlerinin büyük bir çoğunlukla ilk başta belirlenen rastgele sayıdan etkilendiği tespit edilmiştir. Daha sonra bu bireylerden tahminlerini 10 ile karşılaştırmaları istendiğinde %25, 60 ile karşılaştırdıklarında ise %45 doğru tahmin etmişlerdir. (Barberis ve Thaler, 2003: 1068). Yapılan deneyin sonucunda başlangıç noktasının düştükçe tahmin edilmesi istenen sonucunda gerçeğin çok altında olduğu ortaya çıkarılmıştır. (Tversky ve Kahneman, 1974: 1130)

Çıpalama eğilimini finansal açıdan ele aldığımızda, pazar katılımcılarının yatırım kararı alırken tahminlerinde bir başlangıç noktasını esas almaları yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır. Pazar katılımcıları bazen aldıkları kararları gerçek değerle ilgisi olmayan olasılık ve istatistiklere dayandırmaktadırlar. Örneğin, yatırımcı halka yeni sunulmuş bir menkul kıymeti inceliyor olsun. Bu menkul kıymetin ilk pazar değeri 20 TL iken 5 TL'ye kadar düşsün. Yatırımcı grafikteki analize baktığında menkul kıymetin 20 TL'den indiğini gördüğü için o menkul kıymeti değerlendirirken düşünceleri 20 TL'ye demirlenir.

Bazı pazar katılımcıları kısa zamanda çok düşüşe uğramış menkul kıymetlere yatırım yapma isteğinde bulunurlar. Düşünceleri de o menkul kıymetin fiyatı için son zamanların en yüksek noktasına çıpalanır ve fiyattaki değer kaybının menkul kıymeti

daha makul fiyata almak için bir fırsat oluşturduğunu düşünürler. Örnekte de yer alan yatırımcı, menkul kıymette kısa vadede meydana gelen %25'lik düşüşü ucuza alım fırsatı olarak değerlendirerek o menkul kıymete yatırım yapmaktadır.

Çıpalama eğiliminden korunmak için, pazar katılımcının tek bir dayanak noktasını baz almayı, geniş bir bakış açısıyla analizleri ele alması gerekmektedir. Aksi takdirde yatırımcının kayıp yaşama riski bulunmaktadır.

#### **2.5.6. Ulaşılabilirlik (Mevcudiyet / Mümküniyet) Yanlılığı**

Mevcudiyet yanlılığı, ilk kez Kahneman ve Tversky tarafından 1974 yılında ele alınmıştır. İnsanların, herhangi bir neticenin olasılığını tahminlerken o sonucu hayatıyla bağdaştırarak tanıdık gelmesi ve akla geliş kolaylığıdır. İnsan belleğinin ön planda olduğu bu durumlarda bireylerin hayal etmesi veya anlamakta zorluk çektiği olasılıklardan ziyade akla daha kolay gelen tanıdık olan sonuçlar rahatça hatırlanmaktadır. Kişiler karar verirken hatırlanması zor olan olayların ortaya çıkma olasılıklarından ziyade hatırlanması kolay olan olayların ortaya çıkma olasılıklarını daha hızlı algılamaktadırlar. Örneğin, kış aylarında odun/kömür sobası kullanan insanların bacalarından çıkan dumanların çevreye yayılması neticesi, kokuyu algılayanlarda yakın bir yerlerde yangın olduğu çağrışımını uyandırmaktadır. Yangınlar ülkemizde sıkça görülüyorken, sobaların ender durum olması ve odun/kömürün yanması sonucu sobaların sebebiyet verdiği yanık kokusuna nazaran yangınların sebebiyet verdiği yanık kokusu insanlarda daha tanıdık algı yaratıp hafızalarına daha kolay çağrışım yaptığından dolayı insanlar gerçeği farkına varamamakta ve bu da bilişsel hataya düşmelerine neden olmaktadır (Döm, 2003).

Ulaşılabilirlik önyargısına finansal pazarlarda da rastlanılmaktadır. Yatırımcılar karar verme sürecinde ortaya çıkabilecek olasılıkları geçmiş döneme bakarak elde ettiği tecrübelerle göre değerlendirebilir. Örnek olarak, yatırımcıların pazardaki talebi çok olan hisse senetlerine yönelim göstermeleri veya yaşanan bir kriz sonrasında pazar katılımcılarının uzun zaman borsayla ilgilerinin olmaması verilebilir. Ulaşılabilirlik eğilimi olan pazar katılımcısı sayısı, belirsizlik ve zor bilgi edinilen pazarlarda artmaktadır. Bunun sonucunda da aşırı reaksiyon görülmekte ve getiri sağlanamamaktadır.

#### **2.5.7. Zihinsel Muhasebe**

İşletmelerin yaptıkları harcamalar, kazandıkları getiriler, sermayelerini ayakta tutmak ve büyötmek için oluşturdukları bütçe düzenleri ve mali hesapları tuttıkları,

raporladıkları muhasebe işlemleri gibi, insanlarında yaşamlarını idame ettirebilmeleri ve kontrol altında tutabilmeleri için oluşturdukları finansal muhasebe sistemi vardır. İnsanlar aldıkları kararlarda (kazanç, harcama, birikim) bu sistemi uygularlar. Her bir finansal karar bir diğerini etkilemekte ya da ilgilendirmektedir. Örneğin, kazanç elde etmek için alınan bir karar harcamaları, harcama yapmak için alınan bir karar da birikimleri etkileyebilmektedir. Bu finansal hesaplar insanların problemlerini çözmede yardımcı olmaktadır. İnsanların yaşamlarını yönlendirmek için zihinlerinde oluşturdukları bu mali yöntemler (paralarını nasıl kullanacaklarına dair) davranışsal finans alanında zihinsel muhasebe olarak adlandırılmaktadır.

Thaler, işletmelerin teknik bilgilerle oluşturduğu yönetim hesaplarının aksine zihinsel muhasebenin böyle bir modellemesinin olmadığından söz etmiştir. Zihinsel muhasebe de eski tecrübelerle dayalı eski hesaplar hafızada yer etmektedir. Bireyler karar verirken bu geçmiş hesapları da göz önünde bulundururlar ve hafızadan geri getirilen bu bilgiler bireylerin aldıkları kararlar üzerinde etkili olmaktadır.

Zihinsel muhasebe de bireyler aldıkları kararları ve neticelerini ayrı ayrı hesaplaştırmaktadırlar. Bir insanın, kazancını ikiye ayırarak bir kısmını temel gereksinimlerine diğer kısmını lüks ihtiyaçlarına ayırıyor olması ve bunu yaparken hesabı zihninde muhasebeleştirilmesi bu duruma iyi bir örnektir. Bu birey lüks ihtiyaçlarına yapacağı harcamanın muhasebesini ayrıca tutup gönlünce harcama yaparken, buna karşılık günlük temel ihtiyaçlarına yapacağı harcamalarda dikkatli olmaktadır.

İlk kez Thaler tarafından öne sürülen zihinsel muhasebe kuramına göre, insanlar mevcut varlıklarına değişik işlev ve anlamlar yüklerler. Bunun neticesinde de insanlar rasyonellikten uzaklaşıp irrasyonel bir tutum gösterir ve mevcut birikimlerine zarar verirler. Örneğin, bireyler ev ya da araba almak için para birikimi yaparken bankaya olan faizli kredi kartı borçlarını ödemekten kaçınmaktadırlar. Oysaki bunun sonucunda yıl sonunda birikimlerinde ciddi kayıp olacak ve bu zihinsel muhasebe kişilerin net birikim değerini azaltmaya sebep olacaktır. Bireyler herhangi bir faiz kazancı olmadan kenarda tuttıkları bu birikimlerini faiz götürüsü olan giderlere harcasalar daha kârlı ve rasyonel davranmış olacaktır. İnsanların bu durumu göz ardı ediyor olması, ev almayı borç ödemekten daha mühim kılıyor olması, eve olan şahsi değer ve anlamlarından kaynaklanmaktadır. Bu da onları davranışsal yanılığa düşürmekte ve zarara uğratmaktadır (Aytekin ve Aygün, 2016:146).

Zihinsel muhasebenin sebep olduğu bir diğer yanlıgı hatası ise hiç hesapta yokken yani gerek ikramiyeler gerek verilen hediyeler sonucu insanların eline geçen paraların, zor kazanılan emek sonucu elde edilen paraya göre daha kolay harcanıyor olmasıdır. İnsanların “haydan gelen huya gider” düşüncesiyle oluşturdukları bu tutum onların irrasyonel davranmasına sebep olarak onları davranışsal hataya düşürmektedir. Aslında burada olması gereken akılcı davranış, o parayı har vurup harman savurmak yerine alın teri ile kazanılan paraya gösterilen tutum gibi dikkatli ve kontrollü hareket edilmesi gerektiğidir.

Zihinsel muhasebe finans alanında da etkisini göstermektedir. Yatırımcıların zihinsel muhasebe eğilimi göstermeleri aldıkları kararlar üzerinde etkili olmakta ve irrasyonel kararlar almalarına neden olmaktadır. Zihinsel muhasebe, yatırımcıların yatırımlarını ayrı ayrı hesaplara ayırmasına neden olacağından (bir kısmı zorunlu eğitim, bir kısmı emeklilik gibi) yatırımcı finansal amaç ve doğrultusundan şaşabilir ve genel portföy durumu zarar görebilir (Bayar, 2012:42).

Pazar katılımcısı söz konusu bu kayıp, zarar ve irrasyonel davranışın önüne geçebilmesi için paranın işlev ve önemini unutmamalı, hesaplarını ayırmak için zaman kaybetmemeli, tasarruf etme alışkanlığına sahip olmalı ve birikimlerini borçlarını kapatmak için kullanarak akılcı davranmalıdır.

#### **2.5.8. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi**

İnsanlar karar alırken neticelerini öngöremediğii, olasılıklarını tahmin edemediğii belirsiz durumlarda karar almaktan kaçınırlar. 1961 yılında ilk kez Daniel Ellsberg tarafından ele alınan bu durum, belirsizlikten kaçınma eğilimi adıyla davranışsal finansa konu olmuştur. Bu eğilimi gösteren insanlar belirsizlik altındaki risklere katlanmaktan ziyade bildikleri/aşına oldukları olasılıklardaki risklere katlanmayı tercih ederler. Yani insanların bilinenleri bilinmeyenlere seçmesi durumudur. Bireyler, kazanma olasılığii veya kaybetme riski birbirine denk durumlarda ise bilgi ve tecrübesinin daha çok olduğu seeneğii tercih etmektedirler. (Dm, 2003: 85)

Yapılan bir örnek çalışmada vatandaşların önüne, birinde 50 kırmızı ve 50 beyaz olmak üzere dağılımı bilinen, diğeri ise dağılımının bilinmediğii kırmızı ve beyaz renklere sahip toplam 100 toptan oluşan fanus konulmuştur. Fanuslardan çekilecek olan bir beyaz top için hangi fanusu tercih edeceklerine dair vatandaşlardan iddiaya girmeleri istenmiştir. Ve sayıca okluk oluşturan vatandaşlar, dağılımını

bildikleri 50 kırmızı ve 50 beyaz toptan oluşan fanusu seçerek belirsizlikten kaçınma yanlılığı göstermişlerdir.

Finansal pazarlarda da belirsizlikten kaçınma eğilimi görülmektedir. Bu eğilimi sergileyen yatırımcılar riski öngörülebilir ve daha güvenli olduğunu düşündükleri menkul kıymetlere yönelmektedirler. Böylelikle yatırım yapacakları menkul kıymetlere karşı korumacı bir davranış göstermiş olurlar. Ayrıca belirsizlikten kaçınma eğilimi sergileyen pazar katılımcıları alacak oldukları yatırım kararlarını aşına oldukları pay senetleri yönünde yaparlar. Örneğin, yatırımcılar dış kaynaklı (yabancı ülkeye ait) pay senetlerine yatırım yapmaktan ziyade vatandaşı olduğu ülkenin pay senetlerine yatırım yapmaktan yana olurlar. Ve bunun riskinin daha az olduğu kanısındadırlar. Bu tutumda bulunan pazar katılımcıları aynı zamanda da portföylerini çeşitlendirmekten de kaçınmış olurlar (Bayar, 2012:46).

#### **2.5.9. Pişmanlıktan Kaçınma**

Pişmanlık, alınan karar neticesinde olması istenmeyen sonuçların elde edilmesi veya verilen kararın yanlış olduğu düşüncesiyle kararı değiştirme çabasına girilmesi durumunda bunu yapmanın artık geç olduğunun algılanması neticesinde maruz kalınan ve hoşnut olunmayan duygudur. Pişmanlık, olumsuz ve etkili bir durumdur.

İnsanlar kararlarında hata yaptıklarında bu hatanın ölçütü ne olursa olsun pişmanlık hissederler. Pişmanlık, insanların alacakları kararlar üzerinde etkilidir. Bu yüzden kararlarını verirken minimum düzeyde pişman olmak ve hatta hiç pişman olmamak için çaba gösterirler. İnsanların bu tutumları pişmanlıktan kaçınma eğilimi olarak literatürde yer almaktadır.

Finansal piyasaları incelediğimizde, yatırımcılar pişmanlıktan kaçınmak için getiri sağlayan pay senetlerini elden çıkarırken, kendilerini kayba uğratan pay senetlerini ellerinde (portföylerinde) tutmaktadır. Herhangi bir nakit gereksiniminin oluşumunda bu gereksinimini gidermek için oluşacak olan vergi yüküne katlanmaya razı olarak, getiri sağlayan pay senetlerini elden çıkarmaktadır. Oysaki pazar katılımcılarının kendilerine getiri sağlayan pay senetlerini vaktinden önce elden çıkarmaları, onların kazanç sağlayacakları sürdürülebilir gelirden yoksun kalmalarına ve kayba uğratan pay senetlerini ellerinde tutuyor oluşları onları daha da kaybettirmeye neden olacaktır. Pazar katılımcılarının kaybettiren pay senetlerini satmayı ertelemeleri ve kazanç sağladıkları pay senetlerini hemencecik satmaları pişmanlıktan kaçınma yanlılığına örnek olarak verilmektedir (Döm, 2003: 86)

Sonuç olarak pişmanlıktan kaçınma eğilimi sergileyen yatırımcılar, kayba uğratma olasılığı olan pay senedini portföylerinde tutarak kötü yatırım yapmış olma pişmanlığını yaşamamayı ve kayba uğramamayı amaçlamaktadırlar.

#### **2.5.10. Yatırımcı Duyarlılığı**

Geleneksel finans teorilerinden olan ve ilk kez Eugene Fama (1970) tarafından ortaya atılan EPH' nin varsayımları yıllar içerisinde eleştirilere uğramıştır. Hipotezin savunduğu, yatırımcıların menkul varlıkları fiyatlarken rasyonel davrandıklarını ve piyasanın bu şekilde dengeye geldiğinin aksine davranışsal finans teorileri, insanların her zaman akılcı davranmayıp gerek duyguları gerek dış söylemler ile hareket edebildiğini ortaya koymuştur. Pazar katılımcısının aldıkları kararlarda hangi değerleri baz aldıkları ve inançlarını nasıl şekillendirdikleri yatırımcı duyarlılığı kavramı ile açıklanmaktadır. Objektif olmayan, bu sebeple de rasyonel yatırımcının dikkate almadığı bilgi tarafından oluşturulan toplumsal beklentiler şeklinde ortaya çıkan yatırımcı duyarlılığı, pay senedi fiyatlamasında belirleyici unsurlardan biri olmaktadır. (Baker ve Wurgler, 2006: 1646).

Yatırımcıların dış söylemlere kulak asarak işlem yapması ve menkul varlıkların değer değişimleriyle karşılaşması onları büyük risklerle karşı karşıya getirecek ve bahsi geçen bu riskler sonucunda meydana gelecek duyarlılıkları toplam riski de arttıracaktır. Bu yüzden yatırımcı duyarlılığı çok riskli olduğu kadar maliyetlidir.

Objektif bilgiler yerine söylentilerle hareket etmek, var olan bilgiye normalden düşük veya normalden yüksek tepkilerin gelişimini meydana getirmektedir. Yatırımcı duyarlılığının nedeni olan aşırı ve düşük reaksiyon kavramları aşağıda incelenmiştir.

##### **2.5.10.1. Aşırı Reaksiyon**

İlk kez De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılan çalışmada, pazar katılımcılarının bazı söylenti ve haberlere aşırı reaksiyon (normalin üstünde tepki) gösterdikleri ortaya konmuştur. Çalışma neticesinde pazarda iyi haberlerin uzun süren hâkimiyeti ve mevcut bilgiler neticesinde menkul değerlerin olması gerekenin çok üstünde değerlendirilmesine yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Pazar katılımcısı yatırım kararı alırken sahip olduğu tam bilgi kullanımının aksine güncel bilgileri daha çok ön planda tutmakta ve esas bilgileri göz ardı etmektedir. Güncel bilgilerin önemsenmesi sonucu meydana gelen aşırı reaksiyon, hisse senedinin gerçek değerinde kısa süreli sapmalara neden olmaktadır. Yatırımcıların bu güncel bilgilere çok fazla pesimist ya da optimist yaklaşımları aşırı reaksiyonu meydana getirmektedir.



Aşırı tepkiye maruz kalan hisse senedi değerleri sonraki dönemde geçmişin aksi yönünde eylem oluşturarak dengelenecektir. Kazançları da bir önceki dönemin tam aksine olacaktır.

#### **2.5.10.2. Düşük Reaksiyon**

Şirketlerin çok kısa zaman içinde güncel olarak aktardıkları bilgilere pazar katılımcılarının olması gerekenden daha eksik ve yavaş tepki vermelerinin sonucunda düşük reaksiyon meydana gelmektedir.

Piyasadaki hisse senetleri üzerinde yapılan çalışmalar sonucunda düşük reaksiyonun olduğu kanısına varılmıştır, ilk defa Ball ve Brown tarafından 1968 yılında gerçekleştirilmiştir. Ball ve Brown çalışmasında, 1957 ve 1966 yılları arasında kapsayan kendi belirledikleri niteliklere uyum gösteren 261 adet Amerika Birleşik Devletleri (ABD) pay senedi seçilmiştir. Çalışmada bir yıllık dönem içerisinde pay senedi getirileri aylık olarak değerlendirilmiş ve iyi veya kötü haberlere karşı yeteri kadar tepkinin oluşmadığı ortaya çıkarılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, yatırımcıların kazandıran hisse fiyatlarına bir yıl önceden tepki vermeye başladıklarını ve bahsi geçen tepkinin getiri açıklamasının ardından yaklaşık bir ay kadar sürdüğünü ortaya çıkarmıştır. Bu tepkinin esas nedeninin tutuculuk olduğu belirlenmiştir.

#### **2.5.11. Çerçeveleme Etkisi**

İnsanlar günlük yaşamlarında nasıl ki bir yemeğin, kıyafetin ilk önce görsel sunumlarına önem verip ona göre tercihlerini ve kararlarını şekillendiriyorsa, bir sorunun takdim ediliş biçimine göre ya da bir durumun ifade ediliş şekline göre kişilerin o duruma karşı algıları ve kararları değişmektedir. Örneğin, bir konuyu karşı tarafa negatif ifadeler kullanarak sunarsak bu durum bireyin algılarına kötü yansıtacak ve konuya kötümser bakacaktır. Ama ifadelerde pozitifliğe yer verirse bireyin tercihleri olumlu etkilenecektir. Ya da bireye aceleci sorular sorup ve bireyden de acele etmesini beklersek bu durumda alacağı karar ile bireyin kararlarını kısıtlayacak herhangi bir durum söz konusu olmadığında, konu üzerinde düşünecek fırsatı olduğunda alacağı karar bir olmayacaktır. Birey aceleci davrandığında daha doğaçlama ve otomatik karar verirken düşünme payına sahip olduğunda daha farklı kararlar verecektir. Bireylerin tercihlerine bağlı kararlarındaki bu algı farkına çerçeveleme etkisi denilmektedir.

Çerçeveleme etkisi, bir durumun meydana gelişindeki sunum biçiminin, bireyin karar verme aşamasında önyargılarını ve tercihlerini değişime uğrattığını ortaya koymaktadır. Örneğin kişilere yatırımın %50 kazanç sağlayacağı söylendiğinde bu yatırımı tercih etmekte, %50 kayba neden olduğu söylendiğinde bu yatırımı tercih etmemektedir.

Birey olaylara hangi çerçeveden bakarsa kararlarını da o çerçeveye bağlı olarak alacaktır. Misal, olaylara geniş çerçeveden bakan bireyler kararlarında da daha geniş olacaktır veya tam tersi durumda kararlarında dar görüşe sahip olan bireylerin tercihleri de o yönde olacaktır.

### **2.5.12. Sürü Davranışı**

Geleneksel iktisat kuramlarına göre, insan rasyonel varlık olarak kabul edilerek modellenmiş ve bireyin karar verirken sahip olduğu psikolojik durumu göz ardı edilmiştir. Oysaki birey, yaratılışı gereği duygulara ve sezgilere sahip psikolojik bir varlıktır. Dolayısıyla birey vereceği kararlarda her zaman akılcı davranmayabilir ve rasyonellikten sapabilir. Bireylerin söz konusu rasyonellikten sapmalarını ele alan ve finansal konulara psikolojinin de dahil olmasıyla ortaya çıkan davranışsal finans teorileri, insanların karar verme süreçlerindeki psikolojik davranışlarını ve irrasyonelliği konu edinmiştir. Davranışsal finansın incelediği bireyin kararlarını etkileyen psikolojik faktörlerden ve irrasyonel olmasının altında yatan nedenlerden biri de sürü davranışıdır (Doğukanlı ve Ergün, 2015:10).

Klasik iktisat teorilerinden biri olan EPH, piyasa katılımcılarının karar verirken ulaştığı istatistik ve tahminlere tam bilgi kapasitesiyle ve bilgilere kolaylıkla erişiliyor olmasıyla sahip olduğu varsayımı üzerinedir. Dolayısıyla da bunların fiyatlara yansıdığı ve de piyasanın etkin olduğu kabul edilir. Etkin bir piyasadan, fiyat dalgalanmaları, balon oluşumları ya da menkul değerlerin gerçek değerinden sapması anlamına gelen fiyat köpüğünün görülmesi beklenmez. Ancak finansal pazarlarda balon oluşumları, köpük ve krizler yaşanmaktadır. Bu durumların meydana gelmesinin sebeplerinden olan, finansal varlıkların yanlış fiyatlanması ve yanlış değerlendiriliyor oluşlarının arkasında sürü davranışı etkisi yatmaktadır.

Pazar katılımcılarının kendi sahip olduğu bilgi, tahmin ve değerlemelerinden bağımsız olarak diğer pazar katılımcılarının yatırım hareketlerine bağlı olarak karar veriyor olmaları anlamına gelen sürü davranışı, yatırımcıların mevcut kararlarını değiştirmesine, diğer yatırımcıları taklit etmelerine ve psikolojik önyargılarının artmasına sebep olmaktadır. Bunun sonucunda yatırımcı rasyonellikten uzaklaşarak

sürüye dâhil olmakta ve piyasa etkinliği bzulmaktadır. Böylelikle de sürü davranışı ile hareket eden yatırımcılar tüm finansal pazarı etkisi altına alabilecek bir sürü meydana getirmektedirler (Altay, 2009: 82).

Finansal krizlere zemin hazırlayan ve son yıllarda birçok literatür çalışmasına konu olan sürü davranışını aşağıda daha kapsamlı olarak ele alacağız.

Bireyin mensubu olduğu toplumun diğer üyelerinin davranışlarından, bakış açılarından, fikirlerinden etkilenerek kendi düşünce ve tutumlarını değiştirip çoğunluğa uyarak onlar gibi davranmasına, onları taklit etmesine literatürde sürü davranışı denilmektedir. Sürü davranışı bireyler üzerinde çok etkilidir. Çoğu zaman, bireyin kendi başına almaması gereken kararları almasına ya da özünde yapmaktan kaçındığı davranışları sürü psikolojisiyle hareket ederek sergilemelerine neden olmaktadır. Örnek olarak, normalde karıncayı bile incitmekten korkan insanların linç etme psikolojisiyle gösterdikleri davranışlar verilebilir.

Sürü davranışının olumsuz, rasyonel olmayan veya zararlı sonuçlar doğuruyor olmasına rağmen meydana geliyor olmasının nedenlerinden biri, insanların kendilerini başkalarına kabul ettirme, dışlanmaktan korkma gibi sosyal baskılardan hareketle çevreye olan duyarlılıkları ve adaptasyon istekleridir. Diğer neden ise, normalde bireyin kendisine göre o davranışı mantıklı gelmeyip yanlış görse bile çoğunluk o eylemde bulunduğu için bireyde o davranışı doğru kabul eder ve durumun yanlış olma olasılığını ve riskini düşük tutar.

**Finansal Açıdan Sürü Davranışı:** Sürü davranışının görüldüğü finansal pazarlarda, pazar katılımcılarının kararlarını, kendi bireysel analizleri yerine, diğer pazar katılımcılarının kararları oluşturmaktadır. Dolayısıyla yatırımcı kendini güncel bilgilere kapatarak diğer yatırımcıların davranışlarını önemsemekte ve de onları taklit etme yanlılığı göstermektedir.

Bir grup pazar katılımcısının aynı doğrultuda ve aynı menkul varlığa bağlı olarak senkronik şekilde alım-satım işlemi yapması finansal sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır. Mevcut analizleri ve bireysel değerlendirmeleri göz ardı ederek sürüye dâhil olan pazar katılımcıları, katıldıkları grubun bilgi düzeyini incelemeden direkt olarak o topluluğun daha iyi bilgiye sahip olduklarını düşündüklerinden dolayı, yani kısaca diğer pazar katılımcıları o davranışta bulunuyor diye kendisinin de otomatik olarak o hareketi yapıyor oluşu, yatırımcıyı olması gerekenden daha düşük bir bilgi düzeyine sürükleyebilmektedir. Çünkü yatırımcı sürünün sahip olduğu bilgiyi,

kendi bilgi düzeyinin üstünde tutma inancına sahiptir. Bu nedenle de karar almada kullanılan genel bilgi düzeyi aşağıya düşmektedir( Amırat, ve Bourı, 2009: 84).

Sürü davranışının varlığı, finansal pazarların ilk mevcudiyeti ile eş zamanlı olarak tespit edilmiş ve yaşanan finansal krizler sebebiyle literatürde pek çok çalışmaya konu olarak gündem hâline gelmiştir. Sürü psikolojisi finansal piyasalarda fiyat balonlarını oluşturmakta ve de hisse senedi fiyatlarının normalin altında ya da normalin üstünde oluşmasına sebep olmaktadır. Bunun sonucu olarak piyasa etkinliği bozulmakta ve dengeden sapılmaktadır. Bu nedenle sürü davranışı özellikle kriz dönemindeki finansal piyasalarda olumsuz ve olması istenmeyen etkiler yaratmaktadır. 17. yüzyılda meydana gelen Lale spekülasyonundan, Dünya borsalarında 1974-1982 yılları arasında meydana gelen sert fiyat oynaklıklarından, 1980'lerde Japonya'da görülen borsa ve emlak piyasalarındaki aşırı değerlemeye ve 2000 yılında meydana gelen Medya ve Telekom köpüğüne dek, finansal pazarlar aşırı değerlenmeyi ve beraberinde oluşan çöküş ya da yükselişi genel bakımdan sürü davranışı kavramı ile ifade etmiştir (Ede, 2007: 75).

Sürü davranışının sebepleri arasında, pazar katılımcısının kendisinin, menkul varlığın fiyatı üzerinde etkili olabilecek bilgilere sahip olmadığını düşünerek, diğer pazar katılımcılarının bu verilere sahip olacağına dair inancı, piyasa faiz ortalamasının portföy yöneticilerinin başarımları ile kıyaslanarak değerlendirme yapılması ve pazar katılımcısının sürüye dahil olması konusunda psikolojik seçim uygulaması yer almaktadır (Bikhchandani ve Sharma, 2000: 278).

Yatırımcılar topladıkları mevcut bilgilerle işlem yapmakta ve bu bilgiler menkul varlığın fiyatını etkilemektedir. EPH' ne göre finansal pazarlar uzun vade de sahip olduğu bilgi donanımı açısından güçlü formda etkinlik göstermektedir. Ancak finansal piyasada işlem yapan yatırımcıların kendi bireysel değerlendirmeleri yerine diğer yatırımcıların sahip olduğu bilgiler doğrultusunda onların yapmış oldukları işlemlere göre hareket etmeleri sonucunda bu etkinlik ortadan kalkmaktadır.

Pek çok durumda sürü davranışı kazançlı bir yatırım stratejisi değildir. Yatırımlarındaki getiriyi yükseltmeye çalışan yatırımcılar, kendi değerlendirmelerinden uzaklaşıp diğer yatırımcılar tarafından yönlendirildiklerinde yani sürüye dâhil olduklarında mevcut menkul varlıklarını sık olarak alıp satmaya başlarlar. Bunun sonucunda yatırımcı, yüksek işlem maliyetine katlanmak durumunda kalır ve kazançtan uzaklaşır. Örneğin, yatırımcı, ederi aslında 1 TL bile olmayan bir hisse senedi fiyatı 10 TL olunca, o hisse senedinin ucuzladığını ya da tam tersini

düşünebilir. Çünkü piyasayı etkisi altına alan sürü, fiyatları bir anda yukarı çıkarabilir ya da kolayca aşağıya çekebilir. Dolayısıyla sürüye dahil olan yatırımcı, bu yapay hareketlere kapılır ve tıpkı bir uzun vadeli yatırımcı gibi davranarak kâr getiren hisse senetlerini hemen elden çıkarırken, zarara uğrayan hisse senetlerini elinde tutarak kendini kandırabilir. Bu nedenle sürü davranışı finansal pazarlardaki varlık balonlarının asıl sebebidir.

Sürü davranışının, finans dünyasının en önde gelen örneği, 2000’li yılların başında, Amerika’da teknoloji hisselerinde yaşanan Datcom (internet) balonuydu. Sürü davranışı sergileyen yatırımcılar yüksek hırs sahibidirler ve bu nedenle de yaptıkları işlemlerden yüksek getiri beklemektedirler. Dotcomların güvenilir finansal modellemeleri olmamasına rağmen, pazar katılımcıları bunların çoğuna, büyük meblağlar yatırmışlardır. Yatırım kararı verecekleri kaynağı iyice analiz etmeden bu şekilde paralarını yatıran bu yatırımcıların bu kararlarının altında yatan neden ise diğer yatırımcıların aynı kararı almalarıdır.

Finansal açıdan sürü davranışı öteki yatırımcıların kararları doğrultusunda hareket edip onları taklit etme anlamına gelse de sahte sürü davranışından ayırt edilmesi gerekir. Diğer ismi “Temel Veriler Yönelimli Sürü Davranışı” olan ve literatürde bilinçsiz sürü davranışı olarak nitelendirilen sahte sürü davranışı, aynı verileri elinde bulunduran yatırımcıların aynı belirsizlikler ve riskler altında aynı sonuca maruz kaldıklarında almış oldukları benzer yatırım kararlarını tanımlamaktadır. Sahte sürü davranışını, gerçek sürü davranışından ayırt eden durum, sahte sürü davranışında alınan yatırım kararlarının birbirinden bağımsız oluşudur.

Gerçek sürü davranışında yatırımcılar birbirinden haberdar ve gerek diyalog gerek bilgi paylaşımı olsun birbirleriyle aktif etkileşim hâlinindedirler. Ama sahte sürü davranışında durum tam tersidir. Bireyler birbirinden habersiz ve herhangi bir etkileşim söz konusu değildir.

Örneğin, yerli ve yabancı pazar katılımcılarının işlem yaptığı bir finansal pazar ele alınsın. Yerli pazar katılımcısı, sermaye çıkışındaki sınırlandırılmaldan ötürü yalnızca yerli pazarda yatırım yapabilsin ve yabancı pazar katılımcılarına ise herhangi bir sınırlama getirilmemiş olsun. Yabancı pazar katılımcılarının kendi ülkelerindeki pazarda faiz oranlarının düşüşe uğraması ve bu ülkede faaliyette bulunan şirketlerin gelecek olan kârlarına dair kötü fikirlere kapılması durumunda yabancı pazar katılımcısı portföyünde bulunan mevcut yerli yatırım araçlarını çoğaltmak isteyecektir. Yabancı pazar katılımcısı böylelikle yerel pazara dâhil olarak, yerli pazar

katılımcısının elindeki finansal enstrümanları satın alacaktır. Böylece yabancı pazar katılımcısı yerel pazardaki satın alan sürüye dâhil olurken, yerli pazar katılımcısı ise satan sürüye dâhil olacaktır. Sahte sürü davranışı olarak ifade edilen bu durumda bireyler birbirinden etkilenmeden kendi başlarına işlem gerçekleştirmektedirler.

Bilinçli sürü davranışını bilinçsiz sürü davranışından ayıran en önemli ölçüt bireyler arası iletişimdir. Çünkü alınan bir yatırım kararının gerçek sürü davranışı olabilmesi, pazar katılımcısının almış olduğu bir yatırım kararını diğer pazar katılımcılarının kararına göre mevcut bireysel değerlendirmelerini reddederek değiştirmesi koşuluna bağlıdır. Bilinçli sürü davranışında bireyler birbirlerinin gözlemlerine göre karar değiştirirken, sahte sürü davranışında bireyler herkes tarafından bilinen bilgiye göre davranış gösterirler.

Literatürde yer alan sürü davranışı, finansal pazarlarda olması istenmeyen bir durumdur. Pazar katılımcıları ve portföy yöneticilerinin eksik bilgiyle riskli işlemler yapmalarına, piyasadaki volatilitenin artışına, pazardaki dengenin sapmasına ve kırılganlığın artışına sebep olmaktadır.

Sürü davranışı, rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

**Rasyonel Sürü Davranışı:** Rasyonel sürü davranışında portföy yöneticileri bireysel çıkar ve saygınlıklarını himayelerinde tutmak amacıyla mevcut bilgilerini kullanmayı reddederek diğer portföy yöneticilerinin sergiledikleri davranışları göstererek onları taklit etmektedirler.

1994 yılında Caplin ve Leahly tarafından öne sürülen bilginin dışsal değeri modeli, bireylerin elinde bulundurdukları mevcut bilgileri eksik gördüklerini ve diğer bireylerin sahip oldukları bilgileri daha çok önemseyerek onları takip etme yanlılığında bulduklarını ifade etmektedir. Portföy yöneticilerinin finansal piyasadaki yatırım enstrümanları hakkında yeterli düzeyde bilgi sahibi olmamaları ve mevcut verilerinin doğruluğundan şüphe duymaları hâlinde, diğer portföy yöneticilerinin hareketlerini taklit etme eğilimi göstermeleri rasyonel bir davranış olarak tanımlanmaktadır.

Bir portföy yöneticisi psikolojik sezgilere dayalı olarak bir yatırım kararı alırsa ve daha sonra öteki portföy yöneticilerinin farklı yatırım kararlarına yöneldiklerini görüp mevcut kararından vazgeçiyorsa veya tam tersi durumda yani daha önceden vazgeçmiş olduğu bir finansal varlığı diğer pazar katılımcılarının satın alması hâlinde kendisi de tekrar satın alıyorsa bu portföy yöneticisi sürüye dâhil olmuş olur.

Finansal piyasalarda rasyonel sürü davranışının en önemli nedenleri; bilgi yetersizliği, itibar kaygısı ve ücretlerdir. Buna bağlı olarak rasyonel sürü davranışı; bilgiye dayalı sürü davranışı (bilgi çağlayanı), itibara dayalı sürü davranışı ve ücrete dayalı sürü davranışı olarak üç bölümde ele alınmıştır.

***Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı (Bilgi Çağlayanı):*** Literatürde yer alan ve diğer adı bilgi çağlayanı olan bilgiye dayalı sürü davranışı, pazar katılımcısının mevcut inançlarının pazardaki diğer katılımcıların inançlarına benzerlik göstermesi sonucunda meydana gelen bir sürü davranışıdır. Genel anlamda sürü davranışına bakıldığında, pazar katılımcılarının elde ettikleri bilgilerin analizini yapmadan, körü körüne piyasanın genel hareket seyrine göre hareket ettiği görülürken, bilgi çağlayanında pazar katılımcısının verdiği karar pazardaki genel kararlarla uyum göstermektedir.

Bilgi çağlayanı, ilk defa Banerjee (1992), Bichandi, Hirschleifer ve Welch (1992)'in yapmış oldukları çalışmalarda ele alınmış ve daha sonra Banerjee ve Fudenberg (2004), Çelen ve Kariv (2004) ve Kultti ve Miettinen (2006)'in çalışmalarında incelenmiştir. Bilgiye dayalı sürü davranışı, yatırımcıların kendilerinden önce yatırım yapanların şahsi bilgilerini değil, yatırım davranışlarını inceledikleri bir piyasadır.

Bilgi çağlayanının başlaması için, yatırımcı karar verme sürecinde iken sürüye dâhil olan her bir birey, kendinden önce gelen bireyi takip etmelidir. Bilgi çağlayanında, önceden yapılmış olan işlemlerin şahsi bilgiyle olan uyumluluğuna bakılmaz, herkes kendinden bir öncekinin yatırım kararını taklit eder ve bu şekilde ilk başlangıçta bu çağlayanın oluşumuna sebep olan bilgi optimal bilgi olarak algılanır. (Alevy vd., 2003: 3).

Finansal varlıklar üzerinde verilmiş olan kararlar, karar vericinin şahsi bilgilerini yansıtmaktadır. Aynı yönde karar alacak olan yatırımcılar, kendilerinden önce alınmış kararları şu an verecek oldukları kararlar üzerine dayanak tutarak, karar verirken doğacak olan bilgi ve analiz maliyetlerinden kaçınmakta ve geçmiş davranışları taklit etmektedirler.

Bilgi çağlayanında, sürüye sonradan dâhil olan yatırımcının kendinden önce geleni takip ediyor olması önemli bir unsurdur. Yatırımcıların karar verme süreçlerini şekillendiren gelecekte meydana gelebilecek durumlara ilişkin olasılık dağılımı tasarımlarının, geçmişte yatırım kararı almış olan yatırımcıların hareketleri tarafından etkilenmesi ve bu söz konusu etkinin şahsi bilgilerden daha üstün olması durumunda

bilgi çağlayanı meydana gelmekte ve bilgisel dışsallık ortaya çıkmaktadır. (Brunnermeier, 2001: 149-150; Altay, 2008: 32).

Örneğin, belirli bir menkul kıymete, sahip olduğu kişisel bilgilere dayanarak yatırım kararı almayacak olan bir yatırımcının, kendinden önce gelen dört yatırımcının aynı menkul kıymete yatırım yapmış olduğunu gözlemlemesi üzerine, şahsi bilgilerini reddederek yatırım yapma kararı alabilmektedir. Menkul kıymete geçmişte yapılmış olan dört yatırım kararı, kendi şahsi bilgilerine dayanarak almış olduğu yatırım yapmama doğrultusundaki bilgisine baskın olmuştur.

Bilgi çağlayanına bir başka örnek verecek olursak; seçilmiş bir pay senedi üzerine yatırım kararı verecek olan 100 kişilik bir grup ele alınmıştır. 20 yatırımcı bu pay senedini yatırım yapılabilir olarak görürken, geriye kalan 80 yatırımcı bu pay senedine yatırım yapılamaz kararı vermiştir. Bu bilgiler ışığında toplam olarak ele alındığında çoğunluk bu pay senedine yatırım yapılamaz dediği için değerlendirme neticesinde çoğunluğa uyularak yatırım yapmama kararına varılabilir. Fakat alım-satım kararları herkesçe eş zamanlı olarak verilmediği için bu durum pek mümkün değildir. Şayet 20 kişinin içinde bulunduğu gruptan birkaç yatırımcı ilk işlemi gerçekleştirirse, bilgi çağlayanı oluşur ve işlem sonunda büyük olasılıkla 100 kişi de aynı işlemi yapar. Başka bir ifadeyle, işlemi ilk başlatanların fikirleri doğru veya yanlış bakılmaksızın taklit edilir. (Bikhchandani ve Sharma, 2001'den aktaran Doğukanlı ve Ergün 2011: 230)

**İtibara Dayalı Sürü Davranışı:** Finansal piyasalardaki portföy yöneticilerinin yatırım konusundaki karar ve davranışları onların mevcut yetenekleri hakkında diğerlerine fikir vermektedir. Bu nedenle portföy yöneticileri itibarlarının zedelenmemesi için davranışlarında daha dikkatli olmaktadır. Eğer ki portföy yöneticilerinin söz konusu yetenekleri ile ilgili herhangi bir belirsizlik durumu ortaya çıkarsa, yöneticiler itibar kaygısına kapılmaktadırlar.

Scharfstein ve Stein'a (1990) göre portföy yöneticilerinin yatırım konusundaki yetenekleriyle ilgili şüpheye düşmeleri ve belirsizlik yaşamaları hâlinde piyasada güvенеbileceği diğer yöneticilerin karar ve davranışlarını taklit etme eğilimi göstererek sürü davranışının doğmasına neden olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Portföy yöneticilerinin mevcut iş pozisyonlarını ve itibarlarını korumak amacıyla şahsi bilgilerinin tamamını reddederek piyasadaki diğer yöneticilerin yatırım doğrultusundaki karar ve davranışlarını taklit etmelerine literatürde itibara dayalı sürü davranışı denilmektedir.



İtibara dayalı sürü davranışı, Scharfstein ve Stein (1990), Treuman (1994), Zweibel (1995), Prendergast ve Stole (1996) ve Graham (1999) tarafından geliştirilmiştir. Scharfstein ve Stein (1990) itibara dayalı sürü davranışını tanımlarken portföy yöneticilerini zekâlı ve zekâsız olmak üzere ikiye ayırmıştır. Zekâlı portföy yöneticileri finansal varlığın değeri hakkında bilgilendirici ve işe yarar sinyaller alıp sürü davranışı gösterirken, zekâsız portföy yöneticileri finansal varlığa ilişkin hiçbir etkisi olmayan gürültü sinyalleri olarak sürüye dahil olmamaktadır. Şayet portföy yöneticileri mevcut yetenekleriyle ilgili şüpheye düşerlerse şahsi bilgileri tersini belirtse de yanılma olasılığının sonucunda ortaya çıkacak riskten kaçınma meyilliyle ilk yatırımcıyı takip etme yönünde karar alacaktır. (Bikhchandani ve Sharma, 2001).

İtibara dayalı sürü davranışı ile bilgiye dayalı sürü davranışı oldukça benzerdir. Ancak birbirinden ayırt edilmesi gerekir. İtibara dayalı sürü davranışını bilgiye dayalı sürü davranışından ayıran esas fark, piyasadaki saygınlıklarını kaybetmekten kaçınan portföy yöneticilerinin itibarları söz konusu olduğunda yatırıma dair karar ve davranışlarında hata yapmamak için istemli olarak sürü davranışı sergiliyor olmalarıdır. Çünkü alınan yatırım kararı kazanç sağlıyorsa kârlı bir yatırım sonucuna ulaşmış olacaklar, aksi durumda ise sürüye dâhil olan portföy yöneticilerinin çoğunluğu hata yapmış olacağından saygınlıkları hasar görmemiş olacaktır. Bilgiye dayalı sürü davranışında ise, itibara dayalı sürü davranışının aksine meydana gelen sürü davranışı istemli olarak değil kendiliğinden istemsiz şekilde oluşmakta ve aynı zamanda portföy yöneticilerinin mevcut ödemelerini en iyi hâle getirmek için ortaya çıkan davranışlarının yan etkisi olarak meydana gelecektir.

Portföy yöneticileri itibara dayalı sürü davranışı sergileyerek zararlı sonuçlar elde etse bile çoğunluğa uyarak hareket ettikleri için geçerli bir mazerete sahip olacaklar ve saygınlıklarında eksilme olmayacaktır ancak herkes kazanç elde ederken zarara uğrayan bir yöneticinin itibarı ve pozisyonu tartışılacaktır (Scharfstein ve Stein, 1990).

**İrrasyonel Sürü Davranışı:** Klasik iktisat teorisine dayalı yapılan araştırmalar, finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların bilgisel nedenlere dayanarak hareket ettiğini ve akılcı davranışlar sergileyerek rasyonel davrandığını öne sürerken, davranışsal finansı konu alan araştırmalar ise yatırımcı davranışlarının bilgiye dayalı nedenlerden ziyade klasik iktisatta göz ardı edilen psikolojik faktörleri göz önünde tutmakta ve yatırımcıların irrasyonel davranışlarını ortaya koymaktadır. Piyasa katılımcılarının bilgiye dayalı olmayan toplumsal baskı, moda ve toplumsal

düşünce bütünlüğü şeklinde şahsi kararlarını tamamıyla görmezden geldikleri ve bunun sonucunda başkalarının davranışlarını takip ve taklit etmeleri rasyonel olmayan yani irrasyonel sürü davranışı olarak nitelendirilmektedir.

Kahn'a (2004) göre yatırım kararlarının alınması aşamasında yatırımcıların irrasyonel davranış göstermelerinin sebepleri; sezgisel basitleştirme, kendini kandırma ve sosyal etkileşim olmak üzere üç unsur altında birleşmektedir. Sezgisel basitleştirme, sınırlı dikkat, hafıza ya da bilgi işleme becerisi sebebiyle seçilmiş olan bir bilginin alt kümesinin odak görülmesi ile meydana gelmektedir. Yatırımcıların şahsi bilgilerini değiştirmelerine ve mevcut hadiseden yola çıkılarak geleceği tahmin edebilmelerine sebep olmaktadır. Kendini kandırma hâlinde ise yatırımcılar, kararlarında başarılı olduklarında bunun nedeni olarak kendi yeteneklerini, kararlarında başarısız olduklarında ise bunun nedenini kötü şans olarak görmektedirler. Bu da yatırımcıların kendilerine aşırı güven duyma eğiliminde bulunmalarına neden olmaktadır. Son unsur olan sosyal etkileşimde ise, yatırımcılar dâhil oldukları grubun davranışlarına itaat etmekte ve sürü davranışı göstermektedirler (Altay, 2008: 34-35).

Bireylerin birbirlerini takip etme eğiliminde bulunarak sürü davranışı göstermelerinin esas nedenini, araştırmacı psikolog olan Asch (1995) sosyal baskı ya da grup baskısı olarak öne sürmüştür. Asch, irrasyonel sürü davranışını yapmış olduğu bir deney ile açıklamaktadır. Deneyde birbirini tanıyan ve kişi sayısı yedi ile dokuz arasında olan bir grup ele alınmıştır. Bireyler bir masa etrafına oturtulmuş ve önlerine iki adet kâğıt sunulmuştur. Kâğıtların birinde standart boyutta bir tek düşey çizgi bulunurken, diğerinde boyutları farklı olan üç adet düşey çizgi bulunmaktadır. Ve gruba üç çizginin bulunduğu kâğıttaki çizgilerden hangisinin birinci kâğıttaki standart çizgiyle aynı boyuta sahip olduğu sorulmuştur. Belirli bir sıraya bağlı olarak oturtulan bireyler, soruları da aynı sıra ile cevaplamış ve birinci turda tüm bireyler sorulara doğru cevap vermiştir. İkinci turda da kâğıtlar farklı şekilde sunulmaya devam edilmiş ve grupta herkes yine soruyu aynı şekilde yanıtlamıştır. Üçüncü tura gelindiğinde ise masanın en sonunda oturan birey ötekilerden daha değişik yanıtlar vermeye başlamıştır. Sorular bu şekilde sürdürülürken ve turlar ilerlemeye devam ettikçe masanın sonunda oturan birey soruların cevapları üzerinde daha temkinli davranmaya ve düşünerek yanıtlamaya başlamıştır. Yapılan deneyde esas alınan denek masanın sonunda oturan bireydir. Bu bireyin dışında oturan kişilerle turlar belirli bir noktaya geldikten sonra soruları doğru yanıtlamamaları konusunda deney öncesinde

anlaşlmıştır. Deneyin neticesinde tercihlerini yapan bireylerden %40'lık kısmın kararlarını gönüllü olarak, yanlış tercihte bulunan bireylerin kararlarına çevirdikleri gözlemlenmiştir. Kararlarını isteyerek değiştiren ve çoğunluğa uyma eğilimi gösteren bireyler, doğru cevap gözle görülüyor olmasına rağmen kendi bilgilerini gizleyerek sürüye dahil olmuşlardır. Birey kendi cevabı ile grubun cevabı arasında çelişince, gruptan dışlanma korkusu ve grubun kendisini eksik göreceği algısına kapılması sonucunda çaresiz kalmış ve şahsi bilgilerini göz ardı ederek çoğunluğun kararına göre hareket etmiştir.



# ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

## ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

### 3.1 Araştırmanın Türü

Araştırma, betimsel tarama tipinde nicel bir çalışmadır. Betimsel tarama tipindeki araştırmalar, incelenen evrendeki örneklere ait özelliklerin taranarak betimsel istatistiklerle (frekans, yüzde, ortalama, standart sapma vb.) açıklandığı araştırmalardır. Araştırmalar toplanan verilerin nitelik ve nicelik durumuna göre nitel ve nicel olmak üzere iki şekilde gruplanabilmektedir. Nicel araştırmalar, verilerin sayısallaştırılarak analiz edildiği araştırmalardır. Bu çalışmada toplanan veriler kodlanarak sayısal veriye dönüştürülerek analiz edildiği için araştırmayı nicel araştırma kategorisinde değerlendirmek mümkündür.

### 3.2 Araştırmanın Evren ve Örnekleme

Araştırma evrenini İzmir’de faaliyet gösteren ayakkabı imalat işletmelerinin çalışanları ve işverenleri oluşturmaktadır. Araştırmada yansız rastgele seçim yöntemi ile örnekleme yapılarak 125 katılımcıdan veri toplanmıştır.

Bu araştırmanın evreni İzmir ilinde ikamet eden bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Fakat evren sayısına kesin olarak ulaşılamamaktadır. Zaman ve maliyet kısıtı sebebi ile tüm evrene ulaşabilmek mümkün olmadığından bu araştırmada örnekleme yoluna gidilmiştir. Araştırmanın örneklem büyüklüğünün hesaplanmasında G.Power 3.1.9.4. programından yararlanılmıştır. Tanımlayıcı araştırmalarda evrendeki birey sayısının bilinmediği durumda örneklem hacmini belirlemek için t tests - Means: Difference between two independent means (two groups) modeli kullanılmıştır. Araştırmada örnek hacmi belirlerken ilk aşamada ana hipoteze ilişkin test belirlenmiş ve gerekli olan ortalamalar literatürde çalışmamıza uygunluk gösteren Doğan’ın 2019 yılında hazırladığı “Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Davranışsal Finansın Rolü: Aydın İli Örneği” adlı araştırmasından elde edilmiştir.

Yapılan g-power analize göre, %90 güven düzeyi ve  $\alpha=0.05$  yanılma payı ile 0.686 etki büyüklüğüne ve tolerans oranı %5 olmak üzere; bu araştırmada  $p:0,05$ , testin gücü  $(1-\beta):%90$ ,  $t=1.98$  olarak belirlenmiş ve bu bilgiler doğrultusunda çalışma için gerekli olan örneklem sayısı toplam(n) 96 kişi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırmanın örnekleme yöntemi ise zaman kısıtı sebebiyle en fazla kişide katılımcıya hızlı bir şekilde ulaşabilmek amacıyla kar topu örnekleme yöntemi kullanılarak araştırma verileri toplanmıştır. Söz konusu yöntemle göre bu araştırmada en hızlı ulaşılabilecek bireysel yatırımcılarla anket formu paylaşılmıştır. Daha sonra ise bu kişilerden anket formunu doldurmaya gönüllü olabilecek diğer yatırımcıların bu araştırmaya katılmasını sağlamaları istenmiştir. Böylece 01.01.2022-04.04.2022 tarihleri arasında İzmir’de faaliyet gösteren ayakkabı imalat işletmelerinin çalışanları ve işverenlerinden ulaşılan 125 kişi bu çalışmanın örneklemini oluşturmuştur.

### 3.3 Araştırmanın Veri Toplama Araçları

Davranışsal finans çerçevesinde bireysel yatırımcıların finansal profilleri ve psikolojik eğilimlerini incelemeyi amaçlayan bu araştırmanın verileri nicel veri toplama yöntemlerinden anket yöntemi kullanılarak toplanmıştır. Anket formunun ilk bölümünde katılımcılara çalışmanın amacını tanıtılmıştır. Araştırmanın amaçları doğrultusunda oluşturulan anket formunda toplam 49 soru yer almaktadır. Ankette katılımcıların demografik özelliklerini belirlemeye yönelik; cinsiyet, yaş ve finansal durumlarına ait 7 soru yer almaktadır.

Araştırmada veri toplama aracı olarak Hamurcu ve Aslanoğlu (2016)’nın geliştirmiş olduğu Davranışsal Finans Ölçeği kullanılmıştır. Toplam 42 sorudan oluşan ölçek 5’li likert tipinde bir ölçek olup 12 alt boyuttan oluşmaktadır. Ölçekte yer alan sorulara verilen cevaplar “Hiç Katılmıyorum-Tamamen Katılıyorum” arasında değişmekte olup puanlama da aynı şekilde 1-5 aralığında olacak şekilde yapılmıştır. Ölçekte yer alan faktörler daha sonra ölçeği kullanan çeşitli araştırmacılar tarafından farklı oluşturulmuş olsa da bu araştırmada ölçeği geliştiren araştırmacıların oluşturmuş olduğu 12 faktörlü yapıya sadık kalınmıştır. Bu faktörler ve faktörlere dahil olan maddeler aşağıdaki şekildedir (Hamurcu ve Aslanoğlu, 2016: 47-48);

- |   |  |                         |
|---|--|-------------------------|
| ✓ | 1. Yatırım körlüğü                     | : 13-32-25-27. maddeler |
| ✓ | 2. Kazanma tutkusu                     | : 16-35-14. maddeler    |
| ✓ | 3. İyimser bakıp kendine inanma        | : 17-6-7. maddeler      |
| ✓ | 4. Aşına olma                          | : 23-30-21. maddeler    |
| ✓ | 5. Riskten kaçınma                     | : 39-40. maddeler       |
| ✓ | 6. Pişmanlıktan/belirsizlikten kaçınma | : 9-19. maddeler        |
| ✓ | 7. Falcılık                            | : 12-34-33. maddeler    |

- ✓ 8. Marka, bilirkışı ve çevre : 42-2-41. maddeler
- ✓ 9. Algıda tutuculuk : 31-8. maddeler
- ✓ 10. Ödenen bedele inanç : 10-15-20. maddeler
- ✓ 11. Koşullu çağrışım : 37-5. maddeler
- ✓ 12. Kararda muhafazakarlık : 4. maddeler.

### 3.4 Araştırmanın Hipotezleri

Bu tez çalışmasında ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerinin ne düzeyde olduğu sorusuna cevap aranmış ve aşağıdaki hipotezler test edilmiştir;

- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri yaşa göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri cinsiyete göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri işyerindeki konuma göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri finansal yatırım tecrübesine göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri tercih edilen piyasalara göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri yatırımların büyüklüğüne göre farklılaşmaktadır.
- ✓ Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri kayıp-kazanç durumuna göre farklılaşmaktadır.

### 3.5 Araştırmada Uygulanan İstatiksel Analiz Yöntemleri

Nicel desende hazırlanan bu çalışmada toplanan veriler SPSS 24 Paket Programı'nda sayısal veriye dönüştürülerek istatistiksel yöntemlerle analiz edilmiştir. Analizlerde frekans ve yüzde analizleri, ortalama, standart sapma gibi betimleyici istatistikler kullanılmış, katılımcıların verdikleri cevapların normallik dağılımı çarpıklık ve basıklık katsayıları (skewness, kurtosis) yoluyla hesaplanarak ölçek analizlerine geçilmiştir. Yatırımcıların davranışsal eğilimlerini ve bu eğilimlere yaş, cinsiyet, yatırım tecrübesi gibi demografik özelliklerin etkisini tespit etmek için öncelikler grupların varyanslarının homojenliği Test of Levene's yöntemi ile analiz

edilmiştir. Demografik özelliklerin davranışsal finans eğilimlere etkisi ikili bağımsız gruplarda t testi ile ikiden fazla bağımsız gruplarda ise Anova Testi ile analiz edilmiştir. Analizlerde grup varyanslarının homojen olup olmadığı dikkate alınarak tablo ve yorumlamalar buna göre yapılmıştır. Çoklu gruplarda fark çıkması durumunda farkın hangi gruptan kaynaklandığını tespit etmek için parametrik testlerden Tukey Testi yapılmıştır. Çıkan sonuçların anlamlılığı (Sign.) değeri olarak %95 güven aralığına  $p \leq 0,05$  anlamlı kabul edilmiştir.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### UYGULAMA

#### 4.1 Demografik Bulgular

Araştırmaya katılanların demografik özellikleri aşağıda tablo halinde verilmiştir.

Araştırmaya katılanların 22'si (17,6) 25 yaş ve altı, 36'sı (% 28,8) 26-35 yaş, 44'ü (% 35,2) 36-45 yaş ve 23'ü (% 18,4) 46 yaş ve üzeri yaş grubundadır. Katılımcıların yaş gruplarına göre dağılımı dengeli bir yapı arz etmektedir. Araştırmaya katılanların 32'si kadın (%25,6) 93'ü (% 74,4) erkektir. Katılımcıların önemli bir kısmının erkek olduğu, sektörün yapısı itibarıyla kadın katılımcı sayısının sınırlı kaldığı görülmektedir. Katılımcıların 64'ü (% 51,2) işyeri çalışanı iken 28'i (% 22,4) işyeri ortağı geri kalan 33 (% 26,4) kişi ise işyeri sahibidir. Katılımcıların yarısı emek gücüne dayalı olarak geçimini sağlarken diğer yarısı ise işveren konumundadır.

Katılımcıların finansal alandaki özellikleri ise aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

Katılımcıların 37'sinin (%29,6) finansal yatırım tecrübesi varken 35'inin (%28) 3-5 yıl, 27'sinin % 21,6) 6-10 yıl, 26'sının (% 20,8) ise 11 yıl ve üzeri tecrübesinin olduğu görülmektedir. Buna göre katılımcıların finansal piyasalarda yatırım yapma konusunda deneyimli olduğu söylenebilir.

**Tablo 1. Katılımcıların Demografik Özellikleri**

Değişken	Gruplar	Frekans	Yüzde (%)	Birikimli Toplam
Yaş	25 ve altı	22	17,6	17,6
	26-35	36	28,8	46,4
	36-45	44	35,2	81,6
	46 ve üzeri	23	18,4	100,0
	Total	125	100,0	
Cinsiyet	Kadın	32	25,6	25,6
	Erkek	93	74,4	100,0
	Total	125	100,0	
İş yerindeki konumunuz	Çalışan/İşçi	64	51,2	51,2
	Ortak	28	22,4	73,6
	İşyeri Sahibi	33	26,4	100,0
	Total	125	100,0	
Finansal yatırım tecrübeniz	2 yıl ve altı	37	29,6	29,6
	3-5 yıl	35	28,0	57,6
	6-10 yıl	27	21,6	79,2
	11 yıl ve üzeri	26	20,8	100,0
	Total	125	100,0	



<b>Finansal piyasalarda öncelikle tercih ettiğiniz piyasalar</b>	Hisse senedi piyasaları	14	11,2	11,2
	Döviz piyasaları	57	45,6	56,8
	Kripto para piyasaları	24	19,2	76,0
	Hepsi	30	24,0	100,0
	Total	125	100,0	
<b>Finansal yatırımlarınızın büyüklüğü</b>	10 bin TL ve altı	33	26,4	26,4
	10.001-30.000 TL	38	30,4	56,8
	30.001-50.000 tı	25	20,0	76,8
	50.001 TL ve üzeri	29	23,2	100,0
	Total	125	100,0	
<b>Kayıp kazanç durumunuz</b>	Genellikle zarar ediyorum	27	21,6	21,6
	Kar-zarar durumu dengede	69	55,2	76,8
	Genellikle kazanıyorum	29	23,2	100,0
	Total	125	100,0	

Katılımcıların 14'ü (% 11,2) hisse senedi piyasalarını tercih ederken 57'si (% 45,6) döviz piyasalarını 24'ü (% 19,2) kripto para piyasalarını tercih etmektedir. Katılımcıların 30'u (% 24) ise piyasa tercihi yapmadan bütün piyasalarda işlem yaptığını belirtmektedir. Döviz ve hisse senedi piyasalarının kripto para piyasalarına göre görece daha az riskli olduğu hesaba katıldığında katılımcıların yüksek riskli piyasaları fazla tercih etmediği söylenebilir.

Katılımcıların yatırım büyüklüklerine bakıldığı zaman 33'ünün ( 26,4) 10 bin TL ve altı 38'inin (% 30,4) 10.001-30.000 TL 25'inin (% 20) 30.001-50.000 TL ve 29'unun (% 23,2) ise 50.001 TL ve üzeri yatırımının olduğu görülmektedir. Türkiye koşulları dikkate alındığında 50 bin TL ve altı yatırımların küçük yatırım sınıfına konabileceği bu nedenle katılımcıların büyük bir kısmının küçük yatırımcı sınıfından olduğu söylenebilir.

Araştırmaya katılan yatırımcıların 27'si (% 21,6) genellikle zarar ettiğini belirtirken 69'unun (% 55,2) karar-zarar durumu dengede ve 29'u (%23,2) genellikle kazandığını belirtmektedir. Bu veriler yatırımcıların yaklaşık beşte birinin kazanabildiğini göstermektedir.

#### 4.1.1 Katılımcıların Yaşa Göre Finansal Profili

Katılımcıların yaş düzeyine göre finansal profiline bakıldığı zaman;

25 yaş ve altında 22 katılımcı olup bunların önemli bir kısmı döviz piyasalarını (9 kişi) tercih etmektedir. Kripto para piyasaları ise tercihler içinde ikinci sırada gelmektedir (8 kişi). katılımcıların 36'sı 26-35 yaş grubunda olup bu katılımcıların önemli bir kısmı ( 17 kişi) döviz piyasalarını tercih etmektedir. Katılımcıların 44'ü 36-45 yaş gurubunda olup bu yatırımcıların önemli bir kısmının döviz piyasalarını (16

kişi) tercih ettiği 16 kişinin ise piyasa ayırımı yapmadığı görülmektedir. Katılımcılardan 46 yaş ve üzeri olanların ise ağırlıklı olarak döviz piyasalarını (14 kişi) tercih ettiği söylenebilir.

**Tablo 2. Katılımcıların Yaşa Göre Finansal Profili**

Finansal Durum	Gruplar	25 ve altı	26-35	36-45	46 ve üzeri	Toplamlar
<b>Finansal piyasalarda öncelikle tercih ettiğiniz piyasalar</b>	Hisse senedi piyasaları	2	6	3	3	14
	Döviz piyasaları	10	17	16	14	57
	Kripto para piyasaları	8	5	9	2	24
	Hepsi	2	8	16	4	30
<b>Total</b>		22	36	44	23	125
<b>Finansal yatırımlarınızın büyüklüğü ne kadardır?</b>	10 bin TL ve altı	9	13	7	4	33
	10.001-30.000 TL	7	10	15	6	38
	30.001-50.000 tl	5	8	8	4	25
	50.001 TL ve üzeri	1	5	14	9	29
<b>Total</b>		22	36	44	23	125
<b>Kayıp kazanç durumunuz nedir?</b>	Genellikle zarar ediyorum	7	7	9	4	27
	Kar-zarar durumu dengede	12	22	25	10	69
	Genellikle kazanıyorum	3	7	10	9	29
<b>Total</b>		22	36	44	23	125

#### 4.1.2 Katılımcıların Cinsiyete Göre Finansal Profili

Katılımcıların finansal profiline cinsiyet açısından bakıldığında zaman kadınların önemli bir kısmını döviz piyasalarını tercih ederken kripto piyasaları tercihler arasında ikinci sırayı almaktadır. Erkeklerin de en çok tercih ettiği piyasalar içerisinde döviz piyasaları birinci sırayı alırken aynı şekilde kripto para piyasaları ikinci sırayı almaktadır.

Yatırımların büyüklüğü açısından bakıldığında zaman kadın yatırımcıların önemli bir kısmının yatırımlarının büyüklüğü 50 bin TL'nin altında iken çok az bir kısmının (% 10) yatırım büyüklüğü bu rakamın üzerindedir. Erkek yatırımcıların da önemli bir kısmının yatırım büyüklüğü 50 bin TL sınırının altında olmasına karşın yatırımlarının büyüklüğü 50 bin TL'nin üzerinde olan erkek yatırımcıların oransal (% 25) olarak çok daha fazla olduğunu söylemek mümkündür.

Kayıp kazanç açısından bakıldığında kadın yatırımcıların yarısının kayıp kazanç durumu dengede iken geri kalanlar içinde zarar edenler kazananlara göre daha fazladır.

Erkek yatırımcıların yarıdan fazlasının kayıp kazanç durumu dengede iken geri kalanlar içinde kazananların sayısı kaybedenlere göre daha fazladır. Kayıp kazanç açısından bakıldığında erkek yatırımcıların daha iyi durumda olduğu söylenebilir.

**Tablo 3. Katılımcıların Cinsiyete Göre Finansal Profili**

Değişken	Gruplar	Kadın	Erkek	Toplam
<b>Finansal piyasalarda öncelikle tercih ettiğiniz piyasalar</b>	Hisse senedi piyasaları	6	8	14
	Döviz piyasaları	11	46	57
	Kripto para piyasaları	8	16	24
	Hepsi	7	23	30
<b>Total</b>		32	93	125
<b>Finansal yatırımlarınızın büyüklüğü ne kadardır?</b>	10 bin TL ve altı	10	23	33
	10.001-30.000 TL	10	28	38
	30.001-50.000 tı	9	16	25
	50.001 TL ve üzeri	3	26	29
<b>Total</b>		32	93	125
<b>Kayıp kazanç durumunuz nedir?</b>	Genellikle zarar ediyorum	9	18	27
	Kar-zarar durumu dengede	16	53	69
	Genellikle kazanıyorum	7	22	29
<b>Total</b>		32	93	125

#### 4.2 Ölçek Normallik Testi

Ölçek puanlarının dağılımının normalliğini test etmek için betimsel istatistikler yoluyla çarpıklık ve basıklık kat sayıları hesaplanmıştır. Elde edilen bulgulara göre çarpıklık ve basıklık değerleri kabul edilebilir sınırlar içerisinde olup -1 ile +1 arasında kalmaktadır.

**Tablo 4. Davranışsal Finans Ölçeği Normallik Testi Bulguları**

Ölçek Toplamı	Mean	Statistic	Std. Error
		133,62	1,89
	95% Confidence Interval for Lower Bound	129,87	
	Upper Bound	137,38	
	5% Trimmed Mean	132,79	
	Median	129,00	
	Variance	450,58	
	Std. Deviation	21,24	
	Minimum	65,00	
	Maximum	199,00	

Range	134,00	
Interquartile Range	28,50	
Skewness	,561	,217
Kurtosis	,996	,430

Verilerin normal dağılım gösterdiği görüldüğü için ölçekle ilgili diğer hesaplamalarda t testi, ANOVA Testi, Tukey Testi gibi parametrik testlere başvurulmuştur.

### 4.3 Güvenirlik Analizi

Ölçekte sorular soruların araştırma örnekleminde veri toplamaya uygunluğunu tespit etmek için güvenirlik analizi yapılmıştır. Cronbach alpha tekniği ile yapılan hesaplama göre ölçeğin cronbach alpha değeri kabul edilebilir değerin oldukça üstünde (cronbach alpha= 0,865) çıkmıştır. Dolayısıyla ölçeğin uygun bir veri toplama aracı olduğu ve toplanan verilerin güvenilir olduğu söylenebilir.

**Tablo 5. Davranışsal Finans Ölçeği Güvenirlik Analizi**

Cronbach's Alpha	N of Items
,865	42

### 4.4 Katılımcıların Davranışsal Finans Eğilimleri

Katılımcıların davranışsal eğilimleri, bu çalışmada veri toplama aracı olarak kullanılan Davranışsal Finans Ölçeği'ni geliştirmiş olan Hamurcu ve Aslanoğlu (2016)'nın tespit etmiş olduğu 12 faktörlü yapıya sadık kalınarak analiz edilmiştir. Ölçekteki her bir alt boyut bir davranışsal finans eğilimi olarak değerlendirilmiş ve analizler buna göre yapılmıştır.

Araştırmaya katılan yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerine ilişkin istatistiksel ölçümler yapılmış ve bu eğilimlerin çalışmada kullanılan demografik değişkenlerden ne düzeyde etkilendiği ayrı ayrı analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular aşağıda alt başlıklar halinde ayrı ayrı verilmiştir.

#### 4.4.1 Betimsel İstatistikler

Katılımcıların ölçek toplamından aldığı puanların ortalaması 133,6240 (ss.21,22676), en düşük toplam puan 65,00 iken en yüksek toplam puan 199,00'dır. Katılımcıların ölçek toplamından aldıkları puanların ortalaması 3,1815 (ss=050540)

olup en düşük ortalama puan 1,55 iken en yüksek ortalama puan 3,1815'tir. Ölçek toplam puanı, ölçek ortalama puanı ve ölçeğin bütün alt boyutlarına ait puanların çarpıklık ve basıklık değerleri +1,00 ve - 1,00 arasında dağılım göstermektedir. Bu nedenle ölçekten alınan puanların önemli düzeyde normallik koşulunu sağladığı söylenebilir.

**Tablo 6. Davranışsal Finans Ölçeği Betimsel İstatistikleri**

Değişkenler	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.		
					Deviation	Skewness	Kurtosis
Ölçek Toplamı	125	65,00	199,00	133,6240	21,22676	,561	,996
Ölçek ortalaması	125	1,55	4,74	3,1815	,50540	,561	,996
Yatırım Körlüğü Etkisi	125	1,00	4,75	2,7360	,84738	,248	,052
Kazanma Tutkusu Etkisi	125	1,00	5,00	3,3253	1,00578	-,197	-,763
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	125	1,00	5,00	3,3947	,85967	-,115	-,315
Aşına Olma Etkisi	125	1,33	5,00	3,5973	,87815	-,053	-,808
Riskten Kaçınma Etkisi	125	1,00	5,00	2,9240	1,00011	,028	-,820
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	125	1,50	5,00	3,2360	1,03093	,209	-1,018
Falcılık Etkisi	125	1,00	5,00	3,1440	,77637	-,249	,130
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	125	1,00	5,00	3,2480	,80423	-,086	,129
Algıda Tutuculuk Etkisi	125	1,00	5,00	3,3640	,99063	-,177	-,760
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	125	1,00	5,00	2,9573	,93707	,033	-,363
Koşullu Çağrışım Etkisi	125	1,00	5,00	3,1200	1,04032	-,004	-,390
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	125	1,00	5,00	2,5760	1,30300	,275	-1,113

Katılımcıların ölçek alt boyut puan ortalamalarına bakıldığı zaman; ortalamaların 2,5760 ile 3,3640 arasında değiştiği en düşük puan ortalamasının kararda muhafazakarlık etkisine en yüksek puan ortalamasının ise algıda tutuculuk etkisine ait olduğu görülmektedir.

#### 4.4.2 Cinsiyetin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların davranışsal finans eğilimi ölçeğinden aldığı puanları cinsiyetin etkisi t testi ile analiz edilmiştir. Yapılan test bulgularına göre iyimser bakıp kendine inanma etkisi puanlarında cinsiyete göre bir fark tespit edilmiş ( $t = -3,249$ ,  $p \leq 0,05$ ) diğer alt boyutların hiç birinde cinsiyete göre anlamlı bir farkın olmadığı görülmüştür.

İyimser bakıp kendine inanma etkisi puanlarını cinsiyete göre karşılaştırdığımızda erkek yatırımcıların puan ortalaması kadın yatırımcılara göre anlamlı düzeyde daha yüksektir ( $p \leq 0,05$ ).

**Tablo 7. Cinsiyete Göre Davranışsal Finans Eğilimleri**

Değişkenler	Gruplar	N	Mean	Std. Deviation	t	p																																																																																																																																	
Ölçek ortalaması	Kadın	32	3,0796	,35001	-1,326	,187																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,2166	,54602			Yatırım Körlüğü Etkisi	Kadın	32	2,7109	,69302	-,193	,847	Erkek	93	2,7446	,89760	Kazanma Tutkusu Etkisi	Kadın	32	3,1563	,86751	-1,103	,272	Erkek	93	3,3835	1,04713	İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Kadın	32	3,0417	,63782	-3,249	,002*	Erkek	93	3,5161	,89485	Aşına Olma Etkisi	Kadın	32	3,4271	,81313	-1,275	,205	Erkek	93	3,6559	,89612	Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749	Erkek	93	2,9409	1,07048	Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek
Yatırım Körlüğü Etkisi	Kadın	32	2,7109	,69302	-,193	,847																																																																																																																																	
	Erkek	93	2,7446	,89760			Kazanma Tutkusu Etkisi	Kadın	32	3,1563	,86751	-1,103	,272	Erkek	93	3,3835	1,04713	İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Kadın	32	3,0417	,63782	-3,249	,002*	Erkek	93	3,5161	,89485	Aşına Olma Etkisi	Kadın	32	3,4271	,81313	-1,275	,205	Erkek	93	3,6559	,89612	Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749	Erkek	93	2,9409	1,07048	Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547								
Kazanma Tutkusu Etkisi	Kadın	32	3,1563	,86751	-1,103	,272																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,3835	1,04713			İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Kadın	32	3,0417	,63782	-3,249	,002*	Erkek	93	3,5161	,89485	Aşına Olma Etkisi	Kadın	32	3,4271	,81313	-1,275	,205	Erkek	93	3,6559	,89612	Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749	Erkek	93	2,9409	1,07048	Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																			
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Kadın	32	3,0417	,63782	-3,249	,002*																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,5161	,89485			Aşına Olma Etkisi	Kadın	32	3,4271	,81313	-1,275	,205	Erkek	93	3,6559	,89612	Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749	Erkek	93	2,9409	1,07048	Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																														
Aşına Olma Etkisi	Kadın	32	3,4271	,81313	-1,275	,205																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,6559	,89612			Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749	Erkek	93	2,9409	1,07048	Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																									
Riskten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	2,8750	,77251	-,320	,749																																																																																																																																	
	Erkek	93	2,9409	1,07048			Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775	Erkek	93	3,2204	1,04378	Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																				
Pişmanlıktan Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kadın	32	3,2813	1,00753	,287	,775																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,2204	1,04378			Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931	Erkek	93	3,1470	,83762	Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																															
Falcılık Etkisi	Kadın	32	3,1354	,57336	-,086	,931																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,1470	,83762			Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229	Erkek	93	3,1971	,87675	Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																										
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kadın	32	3,3958	,52492	1,208	,229																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,1971	,87675			Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813	Erkek	93	3,3763	1,03119	Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																																					
Algıda Tutuculuk Etkisi	Kadın	32	3,3281	,87630	-,237	,813																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,3763	1,03119			Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219	Erkek	93	3,0179	,99317	Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																																																
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kadın	32	2,7813	,73621	-1,235	,219																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,0179	,99317			Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647	Erkek	93	3,1452	1,06725	Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																																																											
Koşullu Çağrışım Etkisi	Kadın	32	3,0469	,97020	-,460	,647																																																																																																																																	
	Erkek	93	3,1452	1,06725			Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																																																																						
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kadın	32	2,6563	1,15310	,403	,688																																																																																																																																	
	Erkek	93	2,5484	1,35547																																																																																																																																			

#### 4.4.3 Yaşın Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların yaşına göre davranışsal finans eğilimlerinin fark edip etmediğini tespit etmek için Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) yapılmıştır.

ANOVA sonuçlarına göre davranışsal finans ölçeği puan ortalaması ( $f= 1,027$ ,  $p \geq 0,05$ ) ve DFÖ'nün bütün alt boyutlarında puan ortalamaları yaş durumuna göre bir farklılık göstermemektedir ( $p \geq 0,05$ ). Buna göre yaşın davranışsal finans eğilimlerine bir etkisinin olmadığını söylemek mümkündür.

**Tablo 8. Yaşın Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi**

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Std. Deviation	F	p
Ölçek ortalaması	25 ve altı	22	3,2987	,49366	1,027	,383
	26-35	36	3,2209	,58192		
	36-45	44	3,0833	,44194		
	46 ve üzeri	23	3,1957	,50082		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	25 ve altı	22	3,0114	,74991	1,286	,282
	26-35	36	2,7917	,96640		
	36-45	44	2,6193	,80241		
	46 ve üzeri	23	2,6087	,80066		
	Total	125	2,7360	,84738		
Kazanma Tutkusu Etkisi	25 ve altı	22	3,3939	1,00072	,598	,618
	26-35	36	3,2407	1,01610		
	36-45	44	3,2424	1,01504		
	46 ve üzeri	23	3,5507	1,00307		
	Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	25 ve altı	22	3,4697	,90653	,255	,858
	26-35	36	3,3704	,83866		
	36-45	44	3,3258	,87305		
	46 ve üzeri	23	3,4928	,86380		
	Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi	25 ve altı	22	3,5909	,84159	,087	,967
	26-35	36	3,5833	,86694		
	36-45	44	3,5682	,75937		
	46 ve üzeri	23	3,6812	1,15679		
	Total	125	3,5973	,87815		
Riskten Kaçınma Etkisi	25 ve altı	22	3,0000	1,03510	,921	,433
	26-35	36	3,1250	,96640		
	36-45	44	2,7955	1,04168		
	46 ve üzeri	23	2,7826	,93937		
	Total	125	2,9240	1,00011		
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	25 ve altı	22	2,8636	,96587	2,238	,087
	26-35	36	3,2917	1,11724		
	36-45	44	3,1705	,93351		
	46 ve üzeri	23	3,6304	1,04683		
	Total	125	3,2360	1,03093		

Falcılık Etkisi	25 ve altı	22	3,3636	,84145	1,246	,296
	26-35	36	3,1852	,88172		
	36-45	44	3,1136	,68556		
	46 ve üzeri	23	2,9275	,68133		
	Total	125	3,1440	,77637		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	25 ve altı	22	3,3333	,93718	1,851	,141
	26-35	36	3,4722	,84843		
	36-45	44	3,0758	,59656		
	46 ve üzeri	23	3,1449	,89796		
	Total	125	3,2480	,80423		
Algıda Tutuculuk Etkisi	25 ve altı	22	3,3182	,91996	,631	,596
	26-35	36	3,5417	1,11724		
	36-45	44	3,2386	,90534		
	46 ve üzeri	23	3,3696	1,02489		
	Total	125	3,3640	,99063		
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	25 ve altı	22	3,2727	,82703	1,593	,195
	26-35	36	2,9630	,93530		
	36-45	44	2,9470	,97499		
	46 ve üzeri	23	2,6667	,92660		
	Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağrışım Etkisi	25 ve altı	22	3,2273	1,03196	,607	,612
	26-35	36	2,9583	1,12361		
	36-45	44	3,1023	,94978		
	46 ve üzeri	23	3,3043	1,10514		
	Total	125	3,1200	1,04032		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	25 ve altı	22	2,9545	1,43019	,931	,428
	26-35	36	2,4722	1,34134		
	36-45	44	2,5909	1,26341		
	46 ve üzeri	23	2,3478	1,19121		
	Total	125	2,5760	1,30300		

#### 4.4.4 İşyerindeki Konumun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların iş yerindeki konumlarına göre davranışsal finans eğilimleri ANOVA testi ile analiz edilmiştir. ANOVA testi ile birlikte yapılan homojenlik testine göre grupların varyanslarının eşit dağıldığı (Levane's Test,  $p \geq 0,05$ ), grupların finansal eğilimlerinin farklılaşmadığı tespit edilmiştir ( $p \geq 0,05$ ).



Analize göre hem DFÖ toplam puanları (F= 0,077, p= 0,926) hem gruplarda anlamlı bir puan farkı yoktur (p≥0,05). Buna göre işteki konumun davranışsal finans eğilimlerine anlamlı bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

**Tablo 9. İşyerindeki Konumun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi**

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Standart Sapma	F	P
Ölçek ortalaması	Çalışan/İşçi	64	3,1987	,47219	,077	,926
	Ortak	28	3,1582	,50857		
	İşyeri Sahibi	33	3,1681	,57563		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	Çalışan/İşçi	64	2,6992	,86164	,152	,859
	Ortak	28	2,8036	,63230		
	İşyeri Sahibi	33	2,7500	,98821		
	Total	125	2,7360	,84738		
Kazanma Tutkusu Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,3802	,99535	,265	,768
	Ortak	28	3,2143	,89449		
	İşyeri Sahibi	33	3,3131	1,13020		
	Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,3490	,74044	,437	,647
	Ortak	28	3,3571	,94685		
	İşyeri Sahibi	33	3,5152	1,00378		
	Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,5260	,85409	,459	,633
	Ortak	28	3,7024	,82820		
	İşyeri Sahibi	33	3,6465	,97518		
	Total	125	3,5973	,87815		
Riskten Kaçınma Etkisi	Çalışan/İşçi	64	2,9531	,97882	,726	,486
	Ortak	28	2,7321	,88696		
	İşyeri Sahibi	33	3,0303	1,13150		
	Total	125	2,9240	1,00011		
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,3594	1,01367	,971	,382
	Ortak	28	3,1429	1,09593		
	İşyeri Sahibi	33	3,0758	1,00872		
	Total	125	3,2360	1,03093		
Falcılık Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,1667	,69516	,062	,940
	Ortak	28	3,1071	,86569		
	İşyeri Sahibi	33	3,1313	,86578		
	Total	125	3,1440	,77637		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,3073	,80848	,391	,677
	Ortak	28	3,1548	,66964		
	İşyeri Sahibi	33	3,2121	,90836		
	Total	125	3,2480	,80423		

Algıda Tutuculuk Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,2734	,97561		
	Ortak	28	3,3393	,94334	,925	,399
	İşyeri Sahibi	33	3,5606	1,05887		
	Total	125	3,3640	,99063		
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Çalışan/İşçi	64	2,9479	,94695		
	Ortak	28	2,9167	,75700	,081	,923
	İşyeri Sahibi	33	3,0101	1,07201		
	Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağrışım Etkisi	Çalışan/İşçi	64	3,1641	1,05053		
	Ortak	28	3,1250	,90906	,178	,837
	İşyeri Sahibi	33	3,0303	1,14523		
	Total	125	3,1200	1,04032		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Çalışan/İşçi	64	2,6719	1,35757		
	Ortak	28	2,3571	1,19301	,564	,570
	İşyeri Sahibi	33	2,5758	1,29977		
	Total	125	2,5760	1,30300		

#### 4.4.5 Yatırım Tecrübesinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Araştırmaya katılan yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri, yatırım tecrübesine göre analiz edilmiştir. ANOVA testi yapılmış, grupların varyanslarının eşit dağıldığı (Levene's Test,  $p \geq 0,05$ ), ölçek toplam puanlarının ( $F=0,043$ ,  $p=,988$ ) ve ölçek alt boyutları puanlarının yatırım tecrübesine göre değişmediği tespit edilmiştir ( $p \geq 0,05$ ).

**Tablo 10. Yatırım Tecrübesinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi**

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Std. Deviation	F	p
Ölçek ortalaması	2 yıl ve altı	37	3,1692	,49816	0,043	,988
	3-5 yıl	35	3,1660	,58821		
	6-10 yıl	27	3,2037	,44575		
	11 yıl ve üzeri	26	3,1969	,48067		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	2 yıl ve altı	37	2,6959	,88415	0,682	,564
	3-5 yıl	35	2,9071	,68085		
	6-10 yıl	27	2,6667	,98791		
	11 yıl ve üzeri	26	2,6346	,85508		
	Total	125	2,7360	,84738		
	2 yıl ve altı	37	3,3694	,96156	,655	,581

Kazanma Etkisi	Tutkusu	3-5 yıl	35	3,1429	,98115		
		6-10 yıl	27	3,4938	1,09533		
		11 yıl ve üzeri	26	3,3333	1,02415		
		Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Kendine Etkisi	Bakıp İnanma	2 yıl ve altı	37	3,3964	,93240		
		3-5 yıl	35	3,3524	,77940		
		6-10 yıl	27	3,3210	,89386	,290	,832
		11 yıl ve üzeri	26	3,5256	,85465		
		Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi		2 yıl ve altı	37	3,4234	,88418		
		3-5 yıl	35	3,5333	,83705		
		6-10 yıl	27	3,5802	,87507	1,983	,120
		11 yıl ve üzeri	26	3,9487	,87784		
		Total	125	3,5973	,87815		
Riskten Etkisi	Kaçınma	2 yıl ve altı	37	3,0811	1,05747		
		3-5 yıl	35	3,0714	,87568		
		6-10 yıl	27	2,9074	1,01940	2,029	,113
		11 yıl ve üzeri	26	2,5192	,99479		
		Total	125	2,9240	1,00011		
Pişmanlıktan/ Belirsizlikten Etkisi	Kaçınma	2 yıl ve altı	37	3,1486	1,01970		
		3-5 yıl	35	3,0714	,99368		
		6-10 yıl	27	3,2222	1,03155	1,461	,229
		11 yıl ve üzeri	26	3,5962	1,06789		
		Total	125	3,2360	1,03093		
Falcılık Etkisi		2 yıl ve altı	37	3,1892	,78779		
		3-5 yıl	35	3,0000	,88930		
		6-10 yıl	27	3,2840	,76630	0,734	,533
		11 yıl ve üzeri	26	3,1282	,59686		
		Total	125	3,1440	,77637		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi		2 yıl ve altı	37	3,0450	,83947		
		3-5 yıl	35	3,2857	,85231	1,278	,285
		6-10 yıl	27	3,4198	,84526		

		11 yıl ve üzeri	26	3,3077	,60313		
		Total	125	3,2480	,80423		
Algıda Tutuculuk Etkisi		2 yıl ve altı	37	3,1622	,91328		
		3-5 yıl	35	3,4286	1,01563		
		6-10 yıl	27	3,6296	,89435	1,267	,289
		11 yıl ve üzeri	26	3,2885	1,13290		
		Total	125	3,3640	,99063		
Ödenen Bedele İnanç Etkisi		2 yıl ve altı	37	2,9279	,89282		
		3-5 yıl	35	3,0095	,96503		
		6-10 yıl	27	2,8519	,93978	0,223	,880
		11 yıl ve üzeri	26	3,0385	,99923		
		Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağrışım Etkisi		2 yıl ve altı	37	3,0405	1,00953		
		3-5 yıl	35	2,9429	1,14257		
		6-10 yıl	27	3,2593	,92373	,912	,437
		11 yıl ve üzeri	26	3,3269	1,05776		
		Total	125	3,1200	1,04032		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi		2 yıl ve altı	37	2,5405	1,40623		
		3-5 yıl	35	3,0000	1,21268		
		6-10 yıl	27	2,4074	1,30853	2,055	,110
		11 yıl ve üzeri	26	2,2308	1,17670		
		Total	125	2,5760	1,30300		

Yatırım tecrübesi ile ilgili olarak yapılan hesaplamalarda alt boyutlarda yatırım tecrübesi daha fazla olanların puanlarının genel olarak daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Ancak bu yükseklik diğer grupların puanlarına göre anlamlı bir farka işaret etmemektedir. Bu nedenle yatırımcıların yatırım tecrübesinin davranışsal finans eğilimlerine anlamlı bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

#### 4.4.6 Tercih Edilen Piyasaların Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların tercih ettiği piyasaların davranışsal finans eğilimlerine etkisi ANOVA testi ile analiz edilmiştir. Analizde grup varyanslarının homojen dağıldığı (Levene's Test,  $p \geq 0,05$ ) olduğu, yatırımcıların ölçek puanı ortalamalarının tercih edilen piyasalara göre farklılaşmadığı tespit edilmiştir ( $F=0,797$ ,  $p= 0,498$ ).

Yatırımcı eğilimlerinin ölçek alt faktörlerindeki durumuna bakıldığı zaman; kararda muhafazakarlık alt boyutunda davranışsal finans eğilimlerinin tercih edilen

piyasalara göre anlamlı düzeyde farklılaştığı (F= 3,573, p= 0,016), diğer alt boyutlarda ise davranışsal eğilimlerin tercih edilen piyasalara göre farklılaşmadığı test edilmiştir (p ≥0,05).

Kararda muhafazakarlık alt boyutunda davranışsal finans eğiliminin hangi alt grupta farklılaştığını tespit etmek için post hoc testlerden TUKEY Testi yapılmıştır. Elde edilen bulgulara göre piyasa tercihi “hepsi” olanların puan ortalaması piyasa tercihi döviz piyasaları ve kripto para piyasaları olanlara göre anlamlı düzeyde daha düşüktür (p ≤ 0,05).

**Tablo 11. Piyasa Tercihinin Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi**

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Std. Deviation	F	p
Ölçek ortalaması	Hisse senedi piyasaları	14	3,2653	,56981	0,797	,498
	Döviz piyasaları	57	3,2364	,54651		
	Kripto para piyasaları	24	3,0972	,37158		
	Hepsi	30	3,1056	,48910		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	3,1786	,62349	2,051	,110
	Döviz piyasaları	57	2,6623	,93122		
	Kripto para piyasaları	24	2,8646	,61670		
	Hepsi	30	2,5667	,87822		
	Total	125	2,7360	,84738		
Kazanma Tutkusu Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	3,0238	1,13578	1,690	,173
	Döviz piyasaları	57	3,5380	1,00742		
	Kripto para piyasaları	24	3,2083	,83875		
	Hepsi	30	3,1556	1,02734		
	Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	3,5476	,62165	1,182	,320
	Döviz piyasaları	57	3,4971	,93673		
	Kripto para piyasaları	24	3,1389	,64394		
	Hepsi	30	3,3333	,93465		
	Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	3,6190	,93239	2,485	,064
	Döviz piyasaları	57	3,6667	,94070		

	Kripto para piyasaları	24	3,1806	,70867		
	Hepsi	30	3,7889	,78043		
	Total	125	3,5973	,87815		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,1429	1,00821		
	Döviz piyasaları	57	2,8947	1,03396		
Riskten Kaçınma Etkisi	Kripto para piyasaları	24	2,8958	,92053	,247	,863
	Hepsi	30	2,9000	1,02889		
	Total	125	2,9240	1,00011		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,2857	,93468		
	Döviz piyasaları	57	3,4211	1,08886		
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kripto para piyasaları	24	3,2500	,80757	2,079	,106
	Hepsi	30	2,8500	1,05985		
	Total	125	3,2360	1,03093		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,0476	,88537		
	Döviz piyasaları	57	3,2222	,83650		
Falcılık Etkisi	Kripto para piyasaları	24	3,0000	,68806	0,536	,658
	Hepsi	30	3,1556	,68219		
	Total	125	3,1440	,77637		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,5000	,82431		
	Döviz piyasaları	57	3,2222	,80261		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kripto para piyasaları	24	3,0139	,87078	1,386	,250
	Hepsi	30	3,3667	,72371		
	Total	125	3,2480	,80423		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,3214	1,13692		
	Döviz piyasaları	57	3,3596	,86476		
Algıda Tutuculuk Etkisi	Kripto para piyasaları	24	3,2708	,98884	,183	,907
	Hepsi	30	3,4667	1,17395		
	Total	125	3,3640	,99063		
	Hisse senedi piyasaları	14	3,4524	,67441		
	Döviz piyasaları	57	2,8304	1,04677	1,685	,174
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kripto para piyasaları	24	2,9444	,94110		
	Hepsi	30	2,9778	,76280		

	Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağırışım Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	3,1786	1,06712		
	Döviz piyasaları	57	3,0877	1,15001		
	Kripto para piyasaları	24	3,1250	1,04518	1,041	,989
	Hepsi	30	3,1500	,83201		
	Total	125	3,1200	1,04032		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Hisse senedi piyasaları	14	2,5714	1,22250		
	Döviz piyasaları	57	2,7895	1,31932		
	Kripto para piyasaları	24	2,8750	1,32902	3,573	,016
	Hepsi	30	1,9333	1,11211		
	Total	125	2,5760	1,30300		

#### 4.4.7 Yatırım Büyüklüğünün Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların finans piyasalarındaki yatırımlarının büyüklüğünün davranışsal finans eğilimlerine etkisini tespit etmek için ANOVA testi yapılmıştır. Analiz bulgularına göre yatırımcıların ölçek genelinde aldıkları puan ortalamasının da ölçek alt boyutlarından aldıkları puanların da anlamlı düzeyde farklılaşmadığı tespit edilmiştir ( $p \geq 0,05$ ).

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Std. Deviation	F	p
Ölçek ortalaması	10 bin TL ve altı	33	3,1118	,45334	0,722	,541
	10.001-30.000 TL	38	3,2769	,56597		
	30.001-50.000 tl	25	3,1371	,47971		
	50.001 TL ve üzeri	29	3,1741	,50584		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	10 bin TL ve altı	33	2,7273	,77400	0,016	,997
	10.001-30.000 TL	38	2,7566	,69624		
	30.001-50.000 tl	25	2,7100	,92331		
	50.001 TL ve üzeri	29	2,7414	1,05957		
	Total	125	2,7360	,84738		
Kazanma Tutkusu Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,2828	,90952	,113	,952
	10.001-30.000 TL	38	3,4035	1,01980		

	30.001- 50.000 tđ	25	3,2800	,90615		
	50.001 TL ve üzeri	29	3,3103	1,20162		
	Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,1818	,73641		
	10.001- 30.000 TL	38	3,4737	,86518		
	30.001- 50.000 tđ	25	3,3200	,87918	1,397	,247
	50.001 TL ve üzeri	29	3,5977	,94440		
	Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,4848	,84611		
	10.001- 30.000 TL	38	3,6491	,94264		
	30.001- 50.000 tđ	25	3,6933	,79884	,325	,807
	50.001 TL ve üzeri	29	3,5747	,92108		
	Total	125	3,5973	,87815		
Riskten Kaçınma Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,0909	,88789		
	10.001- 30.000 TL	38	2,9474	,99858		
	30.001- 50.000 tđ	25	2,8000	,98953	,560	,642
	50.001 TL ve üzeri	29	2,8103	1,14497		
	Total	125	2,9240	1,00011		
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,3182	1,02940		
	10.001- 30.000 TL	38	3,3684	,99786		
	30.001- 50.000 tđ	25	3,0800	1,09621	0,624	,601
	50.001 TL ve üzeri	29	3,1034	1,03837		
	Total	125	3,2360	1,03093		
Falcılık Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,1313	,76349		
	10.001- 30.000 TL	38	3,2544	,86101		
	30.001- 50.000 tđ	25	3,1333	,74536	0,489	,690
	50.001 TL ve üzeri	29	3,0230	,71786		
	Total	125	3,1440	,77637		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,1414	,77742		
	10.001- 30.000 TL	38	3,2982	,76244		
	30.001- 50.000 tđ	25	3,2933	,73485	0,268	,848
	50.001 TL ve üzeri	29	3,2644	,96106		
	Total	125	3,2644	,96106		



	Total	125	3,2480	,80423		
Algıda Tutuculuk Etkisi	10 bin TL ve altı	33	3,0909	1,07859		
	10.001-30.000 TL	38	3,4079	,84514		
	30.001-50.000 tl	25	3,5800	,94296	1,311	,274
	50.001 TL ve üzeri	29	3,4310	1,08335		
	Total	125	3,3640	,99063		
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	10 bin TL ve altı	33	2,8788	,94214		
	10.001-30.000 TL	38	3,0351	,88968		
	30.001-50.000 tl	25	2,9467	,96552	0,162	,922
	50.001 TL ve üzeri	29	2,9540	1,00682		
	Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağrışım Etkisi	10 bin TL ve altı	33	2,9697	1,02271		
	10.001-30.000 TL	38	3,4737	1,15634		
	30.001-50.000 tl	25	2,8800	,85732	2,270	,084
	50.001 TL ve üzeri	29	3,0345	,97221		
	Total	125	3,1200	1,04032		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	10 bin TL ve altı	33	2,8182	1,30993		
	10.001-30.000 TL	38	2,6316	1,19506		
	30.001-50.000 tl	25	2,5600	1,32539	1,043	,376
	50.001 TL ve üzeri	29	2,2414	1,40548		
	Total	125	2,5760	1,30300		

#### 4.4.8 Kayıp Kazanç Durumunun Davranışsal Finans Eğilimlerine Etkisi

Yatırımcıların geçmiş yatırımlarındaki kayıp kazanç durumunun davranışsal finans eğilimlerine bir etkisinin olup olmadığını tespit etmek için ANOVA testi yapılmıştır. Grup varyanslarının homojen dağıldığı görülürken (Levene's test,  $p \geq 0,05$ ), ölçek toplam puanlarının kayıp kazanç durumuna göre farklılaşmadığı tespit edilmiştir ( $F=2,701$ ,  $p= 0,071$ ).

Ölçek alt boyutlarındaki puan ortalamaları kayıp kazanç durumuna göre karşılaştırıldığında ise iyimser bakıp kendine inanma etkisi ( $F= 3,441$ ,  $p= 0,035$ ) ve kararda muhafazakarlık etkisi ( $F=5,995$ ,  $p= 0,003$ ) alt boyutlarında puan ortalamalarının istatistiksel olarak anlamlı düzeyde farklılaştığı tespit edilmiştir. Diğer

alt boyutlarda ise puan ortalamaları kayıp kazanç durumuna göre anlamlı bir farklılaşma göstermemektedir ( $p \geq 0,05$ ).

Değişkenler	Gruplar	N	Ortalama	Standart Sapma	F	P
Ölçek ortalaması	Genellikle zarar ediyorum	27	3,2363	,48786	2,701	,071
	Kar-zarar durumu dengede	69	3,0935	,48513		
	Genellikle kazanıyorum	29	3,3399	,53912		
	Total	125	3,1815	,50540		
Yatırım Körlüğü Etkisi	Genellikle zarar ediyorum	27	2,9907	,71549	2,735	,069
	Kar-zarar durumu dengede	69	2,5833	,87727		
	Genellikle kazanıyorum	29	2,8621	,83609		
	Total	125	2,7360	,84738		
Kazanma Tutkusu Etkisi	Genellikle zarar ediyorum	27	3,4198	,86030	1,584	,209
	Kar-zarar durumu dengede	69	3,1884	1,02975		
	Genellikle kazanıyorum	29	3,5632	1,05071		
	Total	125	3,3253	1,00578		
İyimser Bakıp Kendine İnanma Etkisi	Genellikle zarar ediyorum	27	3,4074	,57239	3,441	,035*
	Kar-zarar durumu dengede	69	3,2464	,91938		
	Genellikle kazanıyorum	29	3,7356	,86087		
	Total	125	3,3947	,85967		
Aşına Olma Etkisi	Genellikle zarar ediyorum	27	3,6420	,94700	,475	,623
	Kar-zarar durumu dengede	69	3,5314	,77189		
	Genellikle kazanıyorum	29	3,7126	1,05305		
	Total	125	3,5973	,87815		

	Genellikle zarar ediyorum	27	3,2037	,83504		
Riskten Kaçınma Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	2,8261	1,00669	1,407	,249
	Genellikle kazanıyorum	29	2,8966	1,10502		
	Total	125	2,9240	1,00011		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,4444	1,13792		
Pişmanlıktan/Belirsizlikten Kaçınma Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	3,1594	1,00912	,741	,479
	Genellikle kazanıyorum	29	3,2241	,98730		
	Total	125	3,2360	1,03093		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,1235	,93438		
Falcılık Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	3,1256	,74777	,122	,885
	Genellikle kazanıyorum	29	3,2069	,70381		
	Total	125	3,1440	,77637		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,0247	,86689		
Marka, Bilirkişi ve Çevre Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	3,2609	,72054	1,776	,174
	Genellikle kazanıyorum	29	3,4253	,90806		
	Total	125	3,2480	,80423		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,2222	1,04083		
Algıda Tutuculuk Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	3,2609	,97622	2,836	,063
	Genellikle kazanıyorum	29	3,7414	,91242		
	Total	125	3,3640	,99063		
	Genellikle zarar ediyorum	27	2,9877	,83962		
Ödenen Bedele İnanç Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	2,8889	,91763	,493	,612
	Genellikle kazanıyorum	29	3,0920	1,07606		

	Total	125	2,9573	,93707		
Koşullu Çağrışım Etkisi	Genellikle zarar ediyorum	27	3,1111	1,17124		
	Kar-zarar durumu dengede	69	3,1087	,91904	,021	,979
	Genellikle kazanıyorum	29	3,1552	1,21084		
	Total	125	3,1200	1,04032		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,2222	1,18754		
Kararda Muhafazakarlık Etkisi	Kar-zarar durumu dengede	69	2,5362	1,26700	5,995	,003*
	Genellikle kazanıyorum	29	2,0690	1,27982		
	Total	125	2,5760	1,30300		
	Genellikle zarar ediyorum	27	3,2222	1,18754		

Yatırımcıların iyimser bakıp kendine inanma etkisi ve kararda muhafazakarlık etkisi alt boyutlarındaki puan ortalamalarına ilişkin farkların hangi alt gruptan kaynaklandığını tespit etmek için post hoc testlerden TUKEY Testi yapılmıştır. Test sonuçlarına göre;

İyimser bakıp kendine inanma etkisi alt boyutunda “genellikle kazanıyorum” diyenlerin puan ortalaması “kar-zarar durumu dengede” diyenlere göre istatistiksel olarak anlamlı düzeyde daha yüksektir ( $p= 0,026$ ). Bu sonuca göre kazandığını söyleyenlerin kayıp-kazancı dengede olanlara göre belirgin bir şekilde iyimser olduğunu ve kendilerine inandıklarını söylemek mümkündür. Diğer alt grup ortalamaları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur ( $p \geq 0,05$ ).

Kararda muhafazakarlık etkisi alt boyutunda genellikle zarar ediyorum diyenlerin puan ortalaması kar zarar durumu dengede diyenlerden ( $p \leq 0,046$ ) ve kar zarar durumu dengede diyenlerden ( $p \leq 0,02$ ) diyenlerden anlamlı düzeyde yüksektir. Diğer alt gruplar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur ( $p \geq 0,05$ ).

Puan ortalamalarına ve istatistiksel anlamlılığı olan sonuçlara bakıldığı zaman zarar edenlerin aldıkları yatırım kararları konusunda daha muhafazakar olduğu söylenebilir. Bu durum piyasa işlemlerinde zararlı işlemlerine sadık kalıp zarar taşıma ve süreç içerisinde zararın artmasına yol açma davranışını açıklar niteliktedir. Özellikle genellikle kazanıyorum diyenlerin puanlarının bu tip davrananlardan daha yüksek olması da bunu destekler niteliktedir.

## TARTIŞMA VE SONUÇLAR

Piyasa olarak adlandırılan ve alım satım işlemlerinin gerçekleştiği ortamdaki karar birimlerinin akılcı davranışa bağlı olarak rasyonel davranacağı Klasik İktisat Kuramı'nın ortaya çıktığı günlerden günümüze kadar süregelen geleneksel bir kabuldür. Aydınlanmacı Felsefe'nin bireyi akıyla hareket eden, aklın çıkarımlarının dışındaki etkilerden uzakta rasyonel bir tipoloji içinde tanımlamasının iktisada yansımaları olan rasyonel davranan ekonomik karar birimleri fikri, yakın döneme kadar önemli bir kabul görmüştür. Ancak 1960'lı yıllardan itibaren gelişim gösteren psikoloji biliminin insan davranışlarına ilişkin olarak ortaya attığı yeni ilke ve açıklamalar, insanların sadece aklın çıkarımlarıyla hareket etmediği konusundaki yaklaşımlara güç kazandırmıştır. Psikoloji bilimindeki bu gelişmeler, Etkin Piyasalar Hipotezi çerçevesinde ileri sürülen rasyonel davranış modellerinin gerçekçi olmadığı konusundaki iddiaları ile ortaya çıkan davranışsal finans yaklaşımının önem kazanmasına yol açmıştır (Bayrak, 2012: 8-10).

Klasik piyasa teorilerinin temel varsayımı olan rasyonel birey ve homo economicus tezine yönelik sorgulamaların arttığı 1970'li yıllardan itibaren araştırmalar piyasalarda bir çok anomalinin varlığını tespit etmiştir. Bilginin temel girdi olduğu etkin piyasalarda bireylerin de rasyonel olduğu varsayımı altında bu anomalilerin gerçekleşmesi, daha önceki yaklaşımlarda ileri sürülen rastgelelik (rassallık), rasyonalite gibi argümanların ileri sürüldüğü kadar geçerli olmadığını ortaya koymuştur. Daniel Kahneman'ın çalışmaları ile literatüre giren beklenti teorisi, insan davranışlarını açıklamada yeni bir model olarak önem kazanmış ve piyasa aktörlerinin davranışlarının saf rasyonaliteye dayandığı düşüncesi bir çok araştırmada elde edilen kanıtlarla geçerliliğini yitirmeye başlamıştır. Kahneman'ın sonraki yıllarda Amos Tversky ile birlikte gerçekleştirdiği çalışma, günümüzde önemli bir kabul görmüş olan davranışsal finans yaklaşımının finansal piyasalardaki insan davranışlarını açıklayan temel yaklaşım olmasını sağlamıştır. Kahneman, ve Tversky, sonraki yıllarda kendilerine Nobel Ekonomi Ödülü'nü de getirecek olan çalışmalarda insanların piyasadaki davranışlarının psikolojik bir temelinin olduğunu ortaya koymuşlar, insanın yatırım kararlarında aklın yanında anlık psikoloji, duyguları ve çeşitli bilişsel şablonların etkisinde kaldıklarını ortaya koymuşlardır. Devam eden yıllarda davranışsal finansın temel kavramları olan duygusal ve bilişsel değişkenlerle başta borsalardaki yatırımcı davranışları olmak üzere çeşitli finans piyasalarındaki yatırımcı davranışları ampirik olarak analiz edilmiş ve davranışsal finansın argümanları önemli ölçüde doğrulanmıştır.

Bu araştırmada davranışsal finans eğilimlerine etki ettiği ileri sürülen duygusal ve bilişsel değişkenlerin yatırım kararlarına etkisi İzmir İli'nde faaliyet gösteren ayakkabı imalat sektörü

işletmeleri çalışan ve işverenleri özelinde incelenmiştir. Araştırma farklı piyasalara yatırım yapan 125 yatırımcıdan toplanan verilerle hazırlanmış ve bazı değişkenler bakımından davranışsal finans eğilimlerinin araştırma örnekleme için geçerli olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada aşağıdaki hipotezler test edilmiş ve şu sonuçlara ulaşılmıştır;

Yaşın davranışsal finans eğilimlerine etkisini tespit etmek için yapılan ANOVA analizi bulgularına göre yaşın davranışsal finans eğilimlerine anlamlı bir etkisi yoktur ( $p \geq 0,05$ ). Buna göre “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri yaşa göre farklılaşmaktadır.” hipotezi reddedilmiştir.

Gül vd. (2017: 160)’nin Gaziantep’teki altın yatırımcılarına yönelik araştırmasına göre yaşın davranışsal finans eğilimlerine etkisi yoktur. Şamandır ve Çömlekçi (2019: 572)’nin bulgularına göre ise yatırımcıların duygusal eğilimleri yaşa göre anlamlı farklılık göstermektedir. Ağan (2017: 122)’nin bulgularına göre yaş, yatırımcı davranışlarını etkilemektedir. Özellikle kendine yeterince güven duymayan kadın yatırımcılarda 26-31 yaş grubu ve 31 yaş üstündeki yatırımcıların önceden haber aldıkları yatırım araçlarına yönelirken daha fazla sürü davranışı sergiledikleri görülmektedir. Başçı vd. (2020: 96)’nın araştırmasındaki bulgulara göre yaşın zayıf düzeyde de olsa yatırımcı davranış ve eğilimlerine etkisi vardır. Bunun yanında yaşın yatırım tercihlerine ve risk algısına da etkisinin olduğu görülmektedir (Doğan vd, 2016: 196). Ayrancı (2020: 26)’nin araştırmasına göre yatırımcıların yaş değişkeni aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma ve kayıptan kaçınma davranışsal finans eğilimlerinde anlamlı farklılığa yol açmaktadır.

Araştırmada cinsiyetin etkisini tespit etmek için yapılan t testi sonuçlarına göre ölçek toplam puanları değişmemektedir ( $p \geq 0,05$ ). Ancak erkeklerin ölçek alt boyutlarından kendine inanma etkisi puanları kadınlara göre anlamlı düzeyde daha yüksektir ( $t = -3,249$ ,  $p \leq 0,05$ ). Diğer alt boyutlarda ise bir fark yoktur ( $p \geq 0,05$ ). Buna dayanarak “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri cinsiyete göre farklılaşmaktadır.” hipotezi kısmen kabul edilmiştir.

Tuğlu (2019: 199-200)’e göre cinsiyet, yatırımcıların davranışsal finans eğilimlerinde farklılaşmaya yol açmaktadır. Erkeklerin kadınlara göre risk almaya daha yatkın olduğu görülürken aynı şekilde erkeklerin kendine daha fazla güven duyduğu da görülmektedir. Akdeniz ve Turan (2021:1028)’in bulguları da erkeklerin risk almaya daha yakın olduğunu göstermektedir. Başçı vd. (2020: 92)’ye göre de kadın ve erkeklerin aşırı güven eğilimleri ile kayıptan/pişmanlıktan kaçınma eğilimleri farklılık göstermektedir. Erkekler daha yüksek aşırı

güven eğilimi gösterirken kadınların ise daha çok kayıptan/pişmanlıktan kaçınma eğiliminde oldukları görülmektedir.

Araştırmalar erkek yatırımcıların riske daha yatkın olduğuna ve kendilerine güven konusunda kadınlara göre daha özgüvenli olduklarına işaret etmektedir. Bu nedenle Doğan vd. (2016: 192)'nin tespit ettiği gibi daha yüksek riskli ürünlere yönelebilmektedir. Başka bir çalışmada (Ağan, 2017: 121-122) da benzer şekilde erkek yatırımcıların kendilerine daha fazla güvendikleri görülmektedir. Aşırı güvenle birlikte erkek yatırımcıların risk alma eğilimi de artmaktadır. Aynı çalışmada kadın yatırımcıların erkek yatırımcılara göre daha karamsar olduğu da tespit edilmiştir. Sonuç olarak araştırmaya göre cinsiyet, yatırımcı davranışlarında sonuca etki eden bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırımcıların işyerinde çalışıyor olması ya da işveren olmasının davranışsal finans eğilimlerine bir etkisinin olmadığı görülmektedir ( $p \geq 0,05$ ). Buna göre “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri işyerindeki konuma göre farklılaşmaktadır.” hipotezi reddedilmiştir.

Araştırmalarda doğrudan işteki konumun etkisini inceleyen analize pek rastlanmamıştır. Ancak meslek değişkeni yatırımcının işteki konumuyla benzer bir değişken olarak ele alınabilir. Şamandır ve Çömlekçi (2019: 572)'nin çalışmasına göre yatırımcıların davranışsal eğilimleri mesleğe göre değişiklik gösterebilmektedir. Çalışmasında gelir düzeyinin yatırımcı eğilimlerini de analiz eden Başçı vd. (2020: 95)'e göre yüksek gelirli yatırımcılar daha yüksek seviyede aşırı güven eğilimi göstermektedir. Bireyin işyerindeki konumu da gelirine doğrudan etki ettiği için bu çalışma bulgularını bizim araştırmadaki yatırım büyüklüğü ve işteki konum değişkenleri ile paralel olarak değerlendirmek mümkündür.

Tecrübe ile ilgili günlük söylemlerde “tecrübe en iyi öğretmendir, tecrübe en önemli bilgidir” gibi ifadeler kullanılmaktadır. Bundan hareketle yatırımcıların tecrübelerinden ders çıkararak davranışsal finans eğilimlerinden kaynaklanan hataları tekrarlamaması beklenebilir. Ancak bu araştırma kapsamında tecrübeye ilişkin analizler tecrübenin sonuca etki etmediğini göstermektedir ( $p \geq 0,05$ ). Buradan hareketle “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri finansal yatırım tecrübesine göre farklılaşmaktadır.” hipotezi reddedilmiştir. Mesleki tecrübe davranışsal finans eğilimlerini etkilemektedir (Gül vd., 2017: 161).

Finans piyasaları kendi içinde bir çok alt piyasaya ayrılmaktadır. Emtia ve hisse senedi piyasaları ile vadeli işlem piyasaları en eski piyasaları en eski ve geleneksel piyasalardandır. Ancak günümüzde ulusal ve uluslararası düzeyde döviz piyasaları (yurt içi piyasalar, spot piyasalar/forex), kripto para piyasaları gibi bir çok yeni piyasada hızla gelişmektedir. Hatta dijital teknolojilerin gelişmesi ile birlikte henüz yeterince bilinmese de Metaverse, NFT piyasaları gibi piyasalar da yatırımcıların gündemine girmeye başlamaktadır. Bütün bu piyasaların kuralları, riskleri kendilerine özgü karakteristikler taşımaktadır. Dolayısıyla da yatırımcıların piyasa tercihlerinin davranışsal finans eğilimlerine etkisinin sorgulanması gerekir.

Araştırmada piyasa tercihinin davranışsal finans eğilimlerine etkisi test edilmiş ve toplam puanlarda bir farklılaşmanın olmadığı görülürken ( $F=0,797$ ,  $p= 0,498$ ), kararda muhafazakarlık alt boyutunda piyasa tercihi “hepsi” olanların puanları diğer gruplara göre anlamlı düzeyde daha yüksektir ( $p \leq 0,05$ ). Davranışsal finans ölçeğinin diğer alt boyutlarında ise piyasa tercihinin göre davranışsal finans eğilimleri değişmemektedir ( $p \geq 0,05$ ). Bu sonuçlara göre “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri tercih edilen piyasalara göre farklılaşmaktadır.” hipotezi kısmen de olsa kabul edilmiştir.

Yatırım büyüklüğünün davranışsal finans eğilimlerine etkisi ile ilgili olarak yapılan analize göre yatırım büyüklüğü davranışsal finans eğilimlerini etkilememektedir ( $p \geq 0,05$ ). Buna göre “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri yatırımların büyüklüğüne göre farklılaşmaktadır.” hipotezi reddedilmiştir. Gül vd. (2017: 160)’nin araştırmasında da yatırımcıların sermaye büyüklüğünün yatırımcı davranışlarına bir etkinin olmadığı tespit edilmiştir. Doğan vd. (2016: 196)’nın tespitine göre yatırımcıların gelir düzeyi arttıkça riski minimize edici seçimlere yönelmektedir. Bu da düşük seviyede geliri ya da yatırımı olan yatırımcıların hedef kazanca ulaşmak için risklerini artırdıkları anlamına gelmektedir.

Kayıplar, bir hoş olmayan deneyimlerdir ve insanların gelecekteki davranışlarında temkinliliği pekiştirmektedir. Bu nedenle finans piyasalarındaki kayıp kazanç durumuna göre davranışsal finans eğilimlerinde farklılaşma beklenebilir. Bu beklenti doğrultusunda yapılan analizlere göre yatırımcıların toplam puanları kayıp kazanç durumuna göre değişmemektedir ( $F=2,701$ ,  $p= 0,071$ ). Ölçek alt boyutları ile ilgili analiz bulgularına göre; İyimser bakıp kendine inanma etkisi alt boyutunda “genellikle kazanıyorum” diyenlerin puan ortalaması “kar-zarar durumu dengede” diyenlere göre ( $p= 0,026$ ) ve kararda muhafazakarlık etkisi alt boyutunda genellikle zarar ediyorum diyenlerin puan ortalaması karar zarar durumu dengede diyenlerden



( $p \leq 0,046$ ) ve kar zarar durumu dengede diyenlerden ( $p \leq 0,02$ ) diyenlerden anlamlı düzeyde yüksektir. Diğer alt gruplar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur ( $p \geq 0,05$ ).

Kayıp kazanç durumunun davranışsal finans eğilimlerine etkisi ile ilgili analizlerin sonuçlarına göre “Ayakkabı imalat sektöründeki yatırımcıların davranışsal finans eğilimleri kayıp-kazanç durumuna göre farklılaşmaktadır.” hipotezi kısmen kabul edilmiştir.

Araştırmalarda katılımcıların birçok demografik özelliği incelenmiş olmasına karşın özellikle yaş, cinsiyet, medeni durum ve mesleki unvan gibi değişkenlerin davranışsal finans eğilimlerine odaklanılmaktadır. Bunun yanında araştırmalarda kullanılan ölçeklerin boyutları esas alınarak analizler yapıldığı için elde edilen her bulguyu literatürle karşılaştırmak zorlaşmaktadır. Bu açıdan bu araştırmanın yatırım tecrübesi, tercih edilen piyasalar, yatırım büyüklüğü ve kayıp kazanç alt boyutlarına ilişkin bulguları literatür ile yeterince karşılaştırmak mümkün olmamıştır. Fakat genel sonuçlar açısından bakıldığı zaman yaş ve cinsiyet değişkeninin davranışsal finans eğilimini etkilediği yönündeki bulguya bir çok araştırmanın katıldığı görülmektedir.

Bu araştırma, gelirlerini emek yoğunluk düzeyi oldukça yüksek olan bir sektör olan ayakkabı imalat sektöründeki çalışanlar ve işverenlerin davranışsal finans eğilimlerini tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulardan hareketle davranışsal finansa ait temel argümanların bu araştırma örneklemini için de geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Araştırma değişkenlerinin bazılarında önerilen hipotezlerin geçerli olmadığı görülmüştür. Literatürdeki çalışmalarda farklı ölçeklerin kullanıldığı, bazı parametreler için bir çalışmada elde edilen sonucun farklı ölçek kullanan başka bir çalışmada geçerli olmayabilirliği görülebilmektedir. Bu açıdan örneklemi çeşitlendirerek farklı ölçeklerle yenilenecek araştırmaların bu sektördeki davranışsal finans eğilimlerinin tespit edilmesinde yeni somut bulgular sağlayabileceği düşünülmektedir.

## KAYNAKLAR

- Abdeldayem, M. M. (2016). Is There a Relationship between Financial literacy and Investment Decisions in the Kingdom of Bahrain?, *UCT Journal of Management and Accounting Studies*, ss: 73-85.
- Ağan, B. (2017). *Davranışsal Finans Temelinde Finansal Yatırım Kararlarının Analizi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Akdeniz, Ş., Turan, İ. (2021). Davranışsal Finans Eğilimlerinin Risk Alma Düzeyine Etkisi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(2), ss: 1016: 1032.
- Akgün, A. (1996). Enflasyonun finansal yönetim üzerine etkisi [Impact of inflation on financial management]. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 263–276.
- Akman, C. (2001). *Bireysel Yatırımcının Rehberi* (Cilt 1). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Aksulu, İ. (1993). *Tüketicinin sosyo-ekonomik ve demografik özellikleri ve marka seçimi davranışları üzerindeki etkileri* [Socio-Economic and Demographic Characteristics of Consumers and their Effects on Brand Selection Behaviors]. İzmir: İlkem Ofse
- Aly, H., Mehdian, S., & Perry, M. J. (2004). An Analysis Of The Day-Of-The-Week Effects İn The Egyptian Stock Market. *International Journal Of Business*, 9(3), 113-137
- Anbar, A., & Eker, M. (2009). Bireysel yatırımcıların finansal risk algılamalarını etkileyen demografik ve sosyo-ekonomik faktörler. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), 129–150.
- Anbar, A., Eker, M. (2009). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), ss: 129-150.
- Antinolfi, G., F. Carapella, C. Kahn, A. Martin, D.C. Mills, and E. Nosal, 2015, Repos, fire sales, and bankruptcy policy, *Review of Economic Dynamics* 18, 21 – 31, *Money, Credit, and Financial Frictions*.
- Apak, S. (1995). *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Aren, S. (2019). Davranışsal Finansın Psikolojik Eğilimlerinin Kavramsal Değerlendirmesi, *İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), ss: 127-160.

- Armağan, S. (2007). *Kar dağıtım politikalarının bireysel yatırımcı kararları üzerine etkileri ve bir uygulama* [The effects of profit distribution policies on individual investor decisions and an application] (Unpublished master's thesis). Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta: Turkey.
- Arsad, Z. and Coutts, J. A. (1997). The Trading Month Anomaly in the Financial Times Industrial Ordinary Shares Index: 193 5-1994. *Applied Economics Letters*, 3, 297-299.
- Asness, C., Frazzini, A., Israel, R. & Moskowitz, T. (2014). Fact, Fiction, and Momentum Investing. *The Journal of Portfolio Management Special 40th Anniversary Issue 2014*, 40(5), pp. 75-92.
- Ateş, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Ayan, T.Y., Akay, A. (2013). Tahmine Dayalı Portföy Optimizasyonu: Modern Portföy Teorisinde Risk Ve Beklenen Getiri Kavramlarına Alternatif Bir Yaklaşım, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi EYİ Özel Sayısı*
- Aydın, Ü., Ağan, B. (2016). Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12(2), ss: 95-112.
- Aydoğan, K. (1994). Hisse Senedi Fiyatlamasında Aykırılıklar. *İşletme ve Finans Dergisi*, Temmuz, 83-89
- Ayrancı, A. E. (2020). Bireylerin Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Yaklaşımıyla İncelenmesi: Akademisyenlere Yönelik Değerlendirme, *Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(1), SS: 13-29.
- Ayvalı, A. (2014). *Bireysel Yatırımcı Profili ve Yatırımcı Tercileri Üzerine Bir Araştırma: Bartın İli Örneği* Yüksek Lisans Tezi. Bursa: Bartın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Balaban, E. (1995). Day - of- the- week effects: new evidence from an merging stock market. *Applied Economics Letters*, 2, 139- 143.
- Baltas, A. N. and Kosowski, R. (2013). *Momentum strategies in futures markets and trend-following funds*, SSRN eLibrary .

- Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri: İMKB’de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Barak, O. (2008). İMKB de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), ss: 207-229.
- Barone, E. (1990). The Italian Stock Market: Efficiency and Calendar Anomalies. *Journal of Banking and Finance*, 14, 483-510
- Başçı, E. S., Karaca, S. S., Güler, E. (2020). Yatırımcıların Demografik Özelliklerinin Yatırımcı Davranışına Etkileri, *Malatya Turgut Özal Üniversitesi İşletme Ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 1(2), ss: 77-99.
- Bayrak, O. K. (2012). *Davranışsal Finans*, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı: 120, Ağustos, ss: 6-17.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. 4. Baskı. İstanbul: Beta Basım.
- Boudreaux\*, D. O. (1995). "The Monthly Effect In International Stock Markets: Evidence and implications." *Journal of Financial and Strategic Decisions*, volume 8 number 1.
- Canbaşı, S., Doğukanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar*, Beta Basım Yayım A.Ş, 2. Basım, İstanbul.
- Chaffai, M., Medhiolup, I. (2014). Behavioral Finance: An Empirical Study of the Tunisian Stock Market, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), SS: 527-538. ,
- Chong, R., Hudson, R., Keasey, K. and Littler, K. (2005). Pre-Holiday Effects: International Evidence on the Decline and Reversal of a Stock Market Anomaly. *Journal of International Money and Finance*, 24(8), 1226–1236.
- Copeland, A., Martin, A., and Walker, M. (2014b). Repo runs: Evidence from the tri-party repo market, *The Journal of Finance* 69, 2343–2380.
- Cross, F. (1973). The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays. *Financial Analysts Journal*, NovDec. 67-69.

- Çam, A. V., Hırka, E. (2021). Bireysel Yatırım Kararlarında Davranışsal Eğilimlerin Ölçülmesi: Gümüşhane İlinde Bir Araştırma, *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*,12(3), ss: 961-976.
- Çelik, Ş. (2012). Theoretical and Empirical Review of Asset Pricing Models:A Structural Synthesis, *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol. 2, No. 2, pp.141-178
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *The Journal Finans*, 53(6), ss: 1839-1885.
- Demirtaş, Ö., & Güngör, Z. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(4)
- Doğan, B.B. (2013). Understanding and Measuring the Role of Investors' Social Capital Level in the Development Process: A Case Study from Turkey, *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol. 3, No. 2, pp.386-408
- Doğan, M. (2016). Davranışsal Finans Eğilimleri İle Bireysel Emeklilik Fon Tercihleri Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi: Türkiye'deki Banka Çalışanları Üzerine Bir Uygulama, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12(12), ss: 339-357.
- Doğan, M., Yıldız, F., Topal, Y. (2016). Yatırım Tercihlerinin Demografik Özelliklere Bağlı Olarak Değişmesi: Türkiye'deki Banka Çalışanları Üzerine Bir Uygulama, *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(3), ss: 185-199.
- Donnelly, G., Ksendzova, M., Howell, R. T. (2013). Sadness, identity, and plastic in over-shopping: the interplay of materialism, poor credit management, and emotional buying motives in predicting compulsive consumption. *J. Econ. Psychol*, 39, p.113–125.
- Doran, J., Jiang, D., & Peterson, D. (2009). "Gambling Preference and the New Year Effect of Assets with Lottery Features". MPRA Paper.
- Dwyer, P. D., Gilkeson, J. H., & List, J. A. (2002). Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors. *Economics Letters*, 76(2), 151–158.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., Coşkun, D. (2012). Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB'de Test Edilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 56, ss: 175-190
- Eğilmez, M., & Kumcu, E. (2008). *Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması*.

- Epstein, L.G., Wang, T. (1994). Intertemporal asset pricing under Knightian uncertainty. *Econometrica* 62, 283–322.
- Eser, R., Toigonbaeva, D. (2011). Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak, Davranışsal İktisat, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(1), ss: 287-321.
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) (2012). Yearbook 2012: Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments. *EVCA Publications*, Brussels.
- Filatotchev, I., Chahine, S., Bruton, G. (2006). “*The Impact of Founders’ Ownership, Social Capital and Investors on IPO Stock Market Performance*”. Academy of Management Best Conference Paper, 11–16 August 2006, Atlanta.
- Frankfurter, G. M., & McGoun, E. G. (2001). "Anomalies in Finance What Are They and What are They Good For?" *International Review of Financial Analysis*, 10, p. 22.
- Gottardi P. Maurin V. A Theory of Repurchase Agreements, Collateral Re-use, and Repo Intermediation, *European University Institute Working Paper* ECO 2017/03
- Gül, M., Ekşi, H. İ., Sürme, M. (2017). Davranışsal Finans Açısından Altın Yatırımcılarının Davranışlarının İncelenmesi: Gaziantep Örneği, *Maliye Finans Yazıları*, Sayı: 108, ss: 143-166.
- Hamurcu, Ç. (2015). Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi. Doktora Tezi.
- Hamurcu, Ç., Aslanoğlu, S. (2016). Bilgi Teknolojileri-İletişim Sektörü Çalışanları Üzerinde Davranışsal Finans Eğilimlerinin Etkileri: Ölçek Çalışması, *Ulakbilge*, 4(7), ss: 31-53.
- Hong, H., Stein, j. C. (1999). A Unified Theory Of Underreaction Momentum Trading And Overaction İn Asset Markets, *Journal Of Finance*, 54(6), ss: 2143-2184.
- Hsu, C. H. C., Kang, S. K., & Lam, T. (2006). Reference group influences among Chinese travelers. *Journal of Travel Research*, 44(4), 474–484.
- İğdeli, A., Sever, E. (2018). Belirsizlik ve Risk Kavramlarının Felsefi Ve Matematiksel Açından İncelenmesi, *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(1), 1-12.
- Jaffe, J. and Westerfield, R. (1985). The week-end Effect in Common Stock Returns:The International Evidence. *The Journal of Finance*, 40(2), 433–454.

- Jagongo, A., Mustwenje, V. S. (2014). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE, *International Journal of Humanities and Social Science*, 4(4), ss: 92-102.
- Jagongo, A., Mutswenje, V. S. (2014). A survey of the factors influencing investment decisions: the case of individual investors at the NSE. *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 4, No. 4, p. 92-102.
- Jones, C.K. (2017). Modern Portfolio Theory, Digital Portfolio Theory and Intertemporal Portfolio Choice, *American Journal of Industrial and Business Management* 7(7):833-854
- Kahneman, D., Tversky, A. Prospect Theory - Analysis Of Decision Under Risk. *Econometrica*, 1979, 47(2), 263–291.
- Kahyaoğlu, M. B. (2012). Temsililik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama, *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 4(1), ss: 53-59.
- Karababa, S. (2001). Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, (3. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Karabıyık, L.E. (1997). Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri (1. Baskı), Bursa: Marmara Kitabevi.
- Karaca, Y. (2015). Davranışsal Finans Yaklaşımı ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Karahan, S. (1991). Anonim Ortaklıklarda Đmtiyazlı Paylar ve Đmtiyazların Korunması, İstanbul: Kazancı Kitabevi.
- Karan, M. B. (2004). Yatırım analizi ve portföy yönetimi [Investment analysis and portfolio management]. Ankara: Gazi Publishing.
- Karan, M.B. (2001). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karlı, M. (1994). Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul: İrfanYayıncılık. 1994: 363
- Karz, G. "Historical Stock market anomalies". [Online](2010) available at: <http://www.investorhome.com/anomaly.htm>. [accessed 8-9- 2022].

- Kendirli, S., Kaya, A. (2015). Davranışsal Finans Yaklaşımı İle Çorum ve Yozgat İllerindeki Yatırımcıların Karşılaştırılması, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 5(2), ss: 225-254.
- Kondak, N. (1999). Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi, Finansal Araçlar ve Kurumları, İstanbul: Der Yayınları.
- Küden, M. (2014). Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi, Gediz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Marrett, G. J. and Worthington, A. C. (2009). An Empirical Note on the Holiday Effect in the Australian Stock Market, 1996–2006. Applied Economics Letters, 16(17), 1769–1772.
- Menkhoff, L., Sarno, L., Schmeling, M., & Schrimpf, A. (2012). Currency momentum strategies. Journal of Financial Economics, 106(3), 660-684.
- Merrill, Arthur, (1966). The Behavior of Prices on Wall Street, The Analysis Press, Chappaqua, New York.
- Mishkin, F. S. (2010). The economics of money banking and financial markets. Boston: Addison-Wesley.
- Missankov, I., Van Dyk, R., Van Biljon, A., Hayes, M., Van der Veen, W. (2006). “Is Private Equity A Suitable Investment For South African Pension Funds?”. Convention of the Actuarial Society of South Africa, October 2006, <http://www.itinews.co.za/content/media/companydocs/5f9cc53b-ddf5-4041-8151-2ced3b412681.pdf>, (Date of access: 09-09-2022).
- Montier, J. (2002). Behavioural finance; Insights into Irrational Minds and Markets. West Sussex, England. John Wiley & Sons Ltd.
- Moskowitz, T., Ooi, Y. H., & Pedersen, L. H. (2012). Time series momentum. Journal of Financial Economics, 104(2), 228-250
- Müldür, G. T. (2018). Geleneksel ve Davranışsal Finans: Tarihsel ve Kavramsal Çerçeve:Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi; 2(1): 37-45
- Naik, R. (2014). Study of Anomalies in Stock Market. Vol 1, No.6. International Journal of Multidisciplinary Approach and Studies.



- Nath, G.C. & Dalvi, M. (2004). Day-Of-The-Week Effect And Market Efficiency-Evidence From Indian Equity Market Using High Frequency Data Of National Stock Exchange. Paper Presented at The Center for Analytical Finance, Indian School of Business, Hyderabad, December, 19-21, 2004.
- New Zealand (NZ) Trade and Enterprise (2009). Investment Ready Guide. Wellington
- Nofsinger, Richard (2002). Individual investments behaviour. New York, McGraw-Hill.
- Obamuvi, T. M. (2013). Factors Influencing Investment Decisions in Capital Market: A Study of Individual Investors in Nigeria. *Organisations and Markets in Emerging Economies*, 4(1) .
- Otluoğlu, E. (2009). Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Ozmen, T. (1997). Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme. SPK Yayınları, No: 61999
- Öncü, M. A., Özevin, O. (2017). Kadınların Yatırım Alışkanlıklarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(61), ss: 583-601.
- Özaltın, S., Ersoy, E., & Bekçi, İ. (2015). Kar dağıtım politikasının bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerine etkisi [The effect of profit distribution policy on investment decisions of individual investors]. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(2), 397–411.
- Özçelik, H. (2018). Bireysel Yatırımcıların Finansal Yatırım Tercihlerinin Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi: İstanbul İli Örneği, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Özer, A., Korkulutaş, D. (2018). Yatırımcıların Duygusal ve Bilişsel Eğilimlerinin Değerlendirilmesi: Erzincan İli Uygulaması, *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi KAÜİİBFD*, 9(8), ss: 391-420.
- Öztopçu, D. (2016). Bireysel Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.

- Paksoy, S., Aykut, M. (2021). Yatırımcı Davranışlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi, *Uluslararası Ticaret ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 5(1), ss: 50-56).
- Phan, K., Zhou, J. (2014). *American journal of business and management*. Vol. 3, No. 2, p. 77-94.
- Pompian, M. M.; Longo, M. (2004). A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes, *The Journal of Wealth Management*, 7(2), ss: 9-15.
- Quintana, P. G. (2012). Risk and Uncertainty. *Business Review*, 1, 10-18.
- Riaz, L., & Hunjra, A. I. (2012). Impact of Psychological Factors on Investment Decision Making Mediating by Risk Perception: A Conceptual Study. *Middle East Journal of Scientific Research*, 12(6), 789-795.
- Saraç, M., & Kahyaoğlu, M. B. (2011). Bireysel yatırımcıların risk alma eğilimine etki eden sosyo-ekonomik ve demografik faktörlerin analizi [Analysis of socio-economic and demographic factors affecting the risk taking tendency of individual investors]. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 5(2), 135–157.
- Sarwar, A., Afaf, G. (2016). A comparison between psychological and economic factors affecting individual investor's decision making behavior. *Cogent Business & Management*, 3, p. 1-18.
- Schofer, H. (1993). *Economic trend analysis for executives and investors*. London: Quorum Books.
- Schermelleh-Engel, K., Moosbrugger, H., Müller, H. (2003). Evaluating the fit of structural equation models: tests of significance and descriptive goodness-of-fit measures. *Methods of Psychological Research*, 8 (2), 23-74.
- Sefil, S., Çilingiroğlu, H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*,10(19), ss: 247-268.
- Shafi, M. (2014). Determinants influencing individual investor behavior in stock market: a cross country research survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, Vol. 2, No. 1, p. 60-71.

- Shikuku, O. C. (2014). The effect of behavioral factors on individual investor choices at the Nairobi securities exchange. Degree of Master of Science in Finance in the School of Business, University of Nairobi.
- Siegel, J. J. (2014). *Stocks for the Long Run; The definitive guide to financial market returns and long-term investment strategies*. 5th ed. McGraw-Hill Education.
- Silver, T. (2011). Making sense of market anomalies.[online] [www. Investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- Singh, R. (2010). Behavioural Finance Studies: Emergence And Developments. *Journal Of Contemporary Management Research*, 4(2).
- Smith, D. J. (2008). Moving from an Efficient to a Behavioral Market Hypothesis. *Journal of Finance*.
- Süer, Ö. (2007). Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma, *Öneri*, 7(28), ss: 97-105.
- Şamandır, Ö., Çömlekçi, İ. (2019). Kişilik Tiplerinin Davranışsal Finans Kapsamında Değerlendirilmesi, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(2), Aralık, ss: 557-575.
- Tufan, C., Sarıççek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri Etkin Piyasa Hipotez ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), ss: 159-182.
- Tufan, E. (2006). *Davranışsal finans [Behavioral finance]*. Ankara: Orion Publishing.
- Tuğlu, S. (2019). *Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcı Tercihlerinin Değerlendirilmesi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Uşul, H., Bekçi, İ., & Eroğlu, A. H. (2002). Bireysel yatırımcıların hisse senedi edinimine etki eden sosyo-ekonomik etkenler [Socio-economic factors affecting the acquisition of stocks of individual investors]. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, 135–150.
- Uşul, H., Bekçi, İ., Eroğlu, A. H. (2002). Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 19, ss: 135-150.

- Wang, M., Keller, C., Siegrist, M. (2011). The Less You Know, the More You Are Afraid of— A Survey on Risk Perceptions of Investment Products, *The Journal of Behavioral Finance*, Sayı: 12, ss: 9-19.
- Wright Robbie, M. K. (1998). “Venture Capital And Private Equity: A Review And Synthesis”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5/6), 521–70
- Yakob, N. A., Beal, D., & Delpachitra, S. (2005).”Seasonality in the Asia Pacific stock markets”. *Journal of Asset Management*, 6(4), pp.298-318.

