

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASABE-FİNANSMAN BİLİM DALI

FİNANSAL YATIRIMLARIN
DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN
DEĞERLENDİRİLMESİ ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mikail ALTAN

Hazırlayan
Alper ATEŞ
044227031005

Konya - 2007

İÇİNDEKİLER

İçindekiler.....	i
Şekil Listesi.....	iv
Tablo Listesi.....	v
Giriş.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM YATIRIM ANALİZİNDE KULLANILAN GELENEKSEL VE MODERN YÖNTEMLER

1.Finansın Tanımı.....	3
1.1.Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı.....	3
1.2.Yatırım Analizinde Kullanılan Geleneksel Yöntemler.....	4
1.2.1. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Analizi.....	5
1.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	6
1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	8
1.2.1.3.Geleneksel Yaklaşım.....	10
1.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı.....	12
1.2.2. Temel Analiz.....	13
1.2.2.1.Ekonomik Analiz.....	14
1.2.2.2.Sektör(Endüstri) Analizi.....	15
1.2.2.3.Firma(Ortaklık) Analizi.....	16
1.2.2.4.Değerleme Yöntemleri.....	16
1.2.2.4.1.Muhasebe Değeri yada Tasfiye Değeri Yaklaşımı.....	17
1.2.2.4.2.Fiyat/Kazanç Yaklaşımı.....	17
1.2.2.4.3.Piyasa Değeri/Defter Değeri Yaklaşımı.....	17
1.2.2.4.4.Regresyon Modelleri.....	17
1.2.2.2.5.KarPayı Yöntemi.....	18
1.2.3.Teknik Analiz.....	18
1.2.3.1.Teknik Analizin Felsefesi ve Dayandığı Temel İlkeler.....	20
1.2.3.2.Teknik Analizin Üstün Yönleri.....	21
1.2.3.3.Teknik Analizin Zayıf Yönleri.....	22
1.3.Yatırım Analizinde Kullanılan Modern Yöntemler.....	23
1.3.1.Rasyonel Beklentiler Kuramı.....	23
1.3.2.Rassal Yürüyüş Yöntemi ve Etkin Piyasalar Hipotezi.....	25
1.3.2.1.Anomaliler.....	30
1.3.2.1.1.Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi.....	31
1.3.2.1.2.Fiyat/Kazanç Oranı Anomalisi.....	31
1.3.2.1.3.Fiyat/Satış Oranı Anomalisi.....	31
1.3.2.1.4.Pazar Değeri/Defter Değeri Anomalisi.....	32
1.3.2.1.5.Haftanın Günleri Etkisi.....	32
1.3.2.1.6.Ocak Ayı Anomalisi.....	32
1.3.2.1.7.Ay İçi Anomalisi.....	33
1.3.2.1.8.Tatil Öncesi Anomalisi.....	33
1.3.2.1.9.İş Döngüsü Anomalisi.....	33
1.3.2.1.10.Firma Büyüklüğü Anomalisi.....	33
1.3.2.1.11.İhmal Edilmiş Firma Anomalisi.....	34
1.3.2.1.12.Sürpriz Kazanç Etkisi.....	34
1.3.2.1.13.Hisse Senedi Bölünmesi veya Bedelsiz Hisse Etkisi.....	34

1.3.2.1.14.Yeni Şirketler Anomalisi.....	34
1.3.2.1.15.Uzmanların Tahminleri.....	35
1.3.3.Modern Portföy Teorisi.....	35
1.3.3.1.Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM).....	37
1.3.3.2Faktör Modelleri.....	38
1.3.3.2.1.Tek-Faktör Modelleri.....	39
1.3.3.2.2.Faktör Modellerinin Yararları.....	39
1.3.3.2.3.İki veya Çok Faktörlü Modeller.....	39
1.3.3.2.3.1.İki Faktörlü Model.....	40
1.3.3.2.3.2. Çoklu Faktör Modelleri.....	40
1.3.3.3.Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT).....	40
1.3.4. Beklenen Yarar Hipotezi.....	42

İKİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

2.1.Davranışsal Finans Kavramı.....	45
2.2.Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi.....	47
2.3.Davranışsal Finansın Amaçları	49
2.4.Davranışsal Finansın İlişkide Bulunduğu Davranış Bilimi Alanları.....	52
2.4.1.Psikoloji.....	53
2.4.2.SosyalPsikoloji.....	54
2.4.3.Sosyoloji.....	58
2.4.4.Antropoloji.....	60
2.5. Davranışsal Finansın Temelleri.....	62
2.5.1. İnsanların Optimum Yatırım Kararları Almasını Engelleyen Kısıtlar.....	63
2.5.1.1. Optimum Karar Almayı Engelleyici Kısıyollar	63
2.5.1.1.1. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Kısıyolu.....	65
2.5.1.1.2. Temsiliyet (Temsilik) Kısıyolu.....	68
2.5.1.1.3. Düzenleme ve Referans Kısıyolu.....	69
2.5.1.2. Optimum Karar Almayı Engelleyici Bilişsel Yanlılıklar.....	70
2.5.1.2.1. Aşırı Güven Yanlılığı.....	72
2.5.1.2.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı.....	74
2.5.1.2.3. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı.....	75
2.5.1.2.4. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı.....	76
2.5.1.2.5. Temayüle Uyma Yanlılığı.....	77
2.5.1.2.6. Yanlış İlişkilendirme Yanlılığı.....	77

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL YATIRIMLARIN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

3.1.Finansal Yatırımlar.....	79
3.1.1. Banka Mevduatı.....	79
3.1.2. Döviz.....	80
3.1.3 Hisse Senedi.....	81

3.1.4.Yatırım Fonu.....	82
3.1.5.Tahvil-Bono.....	82
3.1.5.1.Tahvil.....	82
3.1.5.2.Bono.....	83
3.1.6.Repo.....	84
3.1.7.Altın.....	85
3.2.Araştırmanın Amacı, Yöntemi ve Örneklem.....	85
3.2.1.Araştırmanın Bulguları.....	87
3.2.1.1.Deneklerin Özellikleri.....	87
3.2.1.2.Yatırımcıların Finansal Profili.....	88
3.2.1.2.1.Finansal Yatırımların Kullanım Derecesi.....	89
3.2.1.2.2.Finansal Piyasaların Takip Edilme Sıklığı.....	91
3.2.1.2.3.Yatırımların Gözden Geçirilme Sıklığı.....	95
3.2.1.2.4.Yatırımlar Hakkında Bilgi Alınan Kaynakların Kullanım Dereceleri.....	95
3.2.1.2.5.Yatırım Aracı Seçiminde Dikkate Alınan Temel Faktörler.....	97
3.2.1.2.6.Yatırımcıda Yüksek Kazanç Sağlayabilmek İçin Olması Gerekenlerin Önem Derecesi.....	99
3.2.1.2.7.Yatırım Aracı Tercihleri ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki.....	100
3.2.1.2.8.Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki.....	108
3.2.1.2.9. Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ve Finansal Profil İlişkisi.....	114
3.2.1.3.Yatırımcının Davranışsal Profili.....	116
3.2.1.3.1. Aşırı Güven Yanlılığı İçeren Önergeler.....	116
3.2.1.3.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı İçeren Önergeler.....	120
3.2.1.3.3. Mevcudiyet Kısayolu İçeren Önergeler.....	125
3.2.1.3.4. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önergeler.....	130
3.2.1.3.5. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı İçeren Önergeler.....	136
3.2.1.3.6. Sosyo Kültürel Faktörler ve Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi ile İlgili Önergeler.....	141
3.3.Sonuç.....	149

KAYNAKÇA

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1.: Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....	7
Şekil 1.2.: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....	9
Şekil 1.3.: Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....	11
Şekil 1.4.: Beklenen Yarar Hipotezine göre Yarar Fonksiyonu.....	44
Şekil 2.1.: Optik İllüzyon.....	50

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1.: 1970-1979 Yılları Arası En İyi Varlık Türü Performans Tablosu.....	69
Tablo 2.2.: 12 Aylık Dönemde Beklenen Piyasa ve Portföy Getiri Oranları.....	75
Tablo 3.1. : Deneklerin Demografik Özelliklere Göre Dağılımı.....	89
Tablo 3.2. : Finansal Yatırımların Kullanım Düzeylerine Göre Dağılımı.....	91
Tablo 3.3.: Finansal Piyasaların Takip Edilme Düzeyi.....	93
Tablo 3.4.: Piyasa Takibi ile Kar/Zarar İlişkisi.....	94
Tablo 3.5.: Yatırımların Gözden Geçirilme Aralıkları.....	97
Tablo 3.6.: Bilgi Kaynaklarının Kullanım Dereceleri.....	98
Tablo 3.7.: Yatırım Aracı Seçimde Dikkate Alınan Temel Faktörlerin Önem Dereceleri.....	99
Tablo 3.8.: Yatırımcıda Yüksek Kazanç İçin Gerekenlerin Önem Derecesi.....	101
Tablo 3.9: Yatırım Aracı Tercihlerinin Demografik Özelliklere Göre Dağılımı.....	103
Tablo 3.10.: Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki.....	110
Tablo 3.11. : Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumuna Göre Dağılımı.....	116
Tablo 3.12.: Yatırım Kararlarımda Kendime Olan Güvenim Çok Yüksektir Önermesi.....	119
Tablo 3.13: Benim Yatırım Tercihlerim Her Zaman Piyasaya Göre Daha Fazla Kazanç Sağlar Önermesi.....	120
Tablo 3.14: Yatırım Araçları ile İlgili Az Sayıda Yatırımcının Ulaşabileceği Bilgiler Bana Kesinlikle Yarar Sağlar Önermesi.....	120
Tablo 3.15.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Aşırı Güven Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi.....	121
Tablo 3.16.: Önümüzdeki 12 Ayda Yatırımlarım Piyasa Ortalamasından Daha Yüksek Getiri Sağlayacak Önermesi.....	124
Tablo 3.17.: Önümüzdeki 12 Ayda Türkiye'nin Ekonomik Durumu Daha İyi Olacak Önermesi.....	124
Tablo 3.18.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Aşırı İyimserlik Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi	126
Tablo 3.19.: Portföyümde Geçmişte Bana Çok Kazandırmış Fakat Şimdi Zarar Ettiren Bir Araç Gelecekte Tekrar Kazandıracaktır Önermesi.....	129

Tablo 3.20.: Bir Yatırım Aracı Belli Süre Kar/Zarar Ederse Bir Süre Sonra Bu Karı/Zararı Tekrar Eder Önermesi.....	130
Tablo 3.21.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Bulunabilirlik Kısayoluna Göre Değerlendirilmesi	130
Tablo 3.22.: Yatırım Aracımdan Zarar Ediyorsam Zararımı Karşılıyana Kadar Bekleyip Daha Sonra Satarım Önermesi.....	133
Tablo 3.23: Yatırım Aracımın Değeri Maliyet Fiyatına Göre Yükseldiğinde Aracı Hemen Satarım Önermesi.....	134
Tablo 3.24: Nakit İhtiyacımda Aynı Maliyete Sahip %15 Kaybettiren A Yatırımı Yerine %15 Kazandıran B Yatırımını Satarım Önermesi.....	135
Tablo 3.25.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi.....	136
Tablo 3.26: Güvenli Fakat Getirisi Düşük Yatırım Araçlarını Güvensiz ve Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim Önermesi.....	139
Tablo 3.27: Yabancı Yatırım Araçları Çok Karlı Olsa Bile Yerli Yatırım Araçlarını Tercih Ederim Önermesi.....	140
Tablo 3.28.: Küçük Bankalar Yüksek Faiz Verse Bile Tasarruflarımı Büyük Bankalara Yatırım Önermesi.....	140
Tablo 3.29.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi.....	141
Tablo 3.30.: Dini İnançların Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi.....	145
Tablo 3.31.: Politik Görüşlerin Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi.....	145
Tablo 3.32.: Yatırımcıların Çoğunluğunun Tercih Ettiği Yatırım Aracı Her Zaman En Yüksek Getiriyi Sağlar Önermesi.....	146
Tablo 3.33.: Yakın Çevremın Yatırım Kararlarını Dikkatle İzlerim ve Benzer Şekillerde Yatırım Pozisyonu Alırım Önermesi.....	147
Tablo 3.34.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Sosyo Kültürel Faktörlere Göre Değerlendirilmesi.....	148

GİRİŞ

Finans alanında çalışan akademisyenler geleneksel ve modern finansal modellerin piyasalarda meydana gelen anormal durumları (anomaliler) açıklamada yetersiz kaldığını düşünerek, mevcut finans modellerinin açıklayamadığı bu anomalileri sosyal bilimlerdeki diğer bilim dalları, özellikle bilişsel psikoloji, alanındaki çalışmalardan elde edilen bulgularla destekleyerek açıklamaya çalışmaktadırlar.

İnsanların yatırım veya tasarruf kararlarında geleneksel modellerde belirtildiği gibi tek tip davranış düzleminde değil, kişiden kişiye değişkenlik arz eden ve her zaman bu modellerde çizilen insan portresi ile örtüşmeyen türde davranışlar ile kararlar verdiği ve hareket ettiği düşünülmektedir. Bu durum neticesinde temelinde tek tip insan baz alınarak kurulmuş geleneksel iktisat ve finans modellerinin gerçek yaşamdaki değişik insan davranışları ve kararları ile oluşan mevcut finansal ve ekonomik olayları tam ve doğru olarak değerlendiremeyeceği ve bunları yorumlayamayacağı sonucu ortaya çıkmaktadır.

İnsanların davranışları, hareketleri ve karar alma süreçleri üzerinde çalışan psikoloji, sosyoloji vb. bilim dalları vasıtasıyla elde edilen veriler, iktisat ve finans alanında geliştirilen modellerdeki insan davranışlarının analizinde 1979'dan sonra kullanılmaya başlamıştır. İsrail ordusunda asker seçiminde psikolojik testlerin hazırlanmasında ve uygulanmasında çalışan Kahneman ve paraşüt birliğinde görevli Tversky tarafından yapılan çalışmalar sonucunda Beklenti Teorisi (Prospect Theory) geliştirilmiştir. Bu teori daha sonra Thaler tarafından finans alanında anomalilerin açıklanmasında kullanılmıştır.

Davranışsal finans insanoğlunun yatırımlarında her zaman rasyonel davranmadığı görüşünden doğmuştur. Piyasada yaşanan anomaliler rasyonel davranmayan yatırımcıların zararına ve piyasadaki çıkımlarına neden olur. Piyasada ise yukarıda belirtilen bütün yatırım araçları işlem görür. Yatırımcıların bu araçlardan hangisine niçin yatırım yaptığı veya yapmadığı geleneksel ve modern finans teorileri tarafından yeterince açıklanamamıştır. Davranışsal finans teorisi bunu açıklamak üzere geliştirilmiştir. Davranışsal finans teorisi her ne kadar hisse senetleri yatırımlarını açıklamak için kullanılmış olsa da bu teorinin diğer finansal yatırımlar

için de kullanılabilceğı düşünölmektedir. Örneğın Türkiye’de altının ve dövizin her zaman karlı bir yatırım aracı olduğı düşünöcesi yüksek oranda kabul görmektedir. Bu durum davranışsal finans teorisinde mevcudiyet kısayolu ile açıklanabilir. Diğer taraftan banka mevduatı getirisi açısından son dönemde Türkiye’de altın ve dövizden daha fazla kazandırmasına rağmen mevduat yatırımları altın ve döviz yatırımlarından daha azdır. Bu durum davranışsal finansın yatırım kararlarındaki sosyo kültürel faktörlerin etkileriyle açıklanabilir. Çünkü mevduat getirisi itibariyle moral değerlere tezat teşkil etmektedir. Normalde rasyonel bir yatırımcının mevduata yatırım yapması gerekirken davranışsal finansın dayanaklarından hem mevcudiyet kısayolu hem de sosyo kültürel faktörlerin etkileriyle yatırımcı tercihi döviz ve altına kaymış olabilir.

Çalışmanın amacı finansal yatırımların (mevduat, döviz, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil/bono, repo ve altın) yatırımcılar tarafından tercih edilme sebeplerini davranışsal finans kriterleri (önyargılar ve kısayollar) açısından değerlendirmektir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde yatırım analizinde kullanılan geleneksel ve modern yöntemler açıklanmıştır. Geleneksel yöntemler sermaye yapısı ve firma analizi, temel ve teknik analiz olmak üzere üç başlık altında incelenmiştir. Modern yöntemler ise rasyonel beklentiler kuramı, etkin piyasalar hipotezi, modern portföy teorisi ve beklenen yarar teorisi olmak üzere dört ana başlık altında incelenmiştir.

İkinci bölümde davranışsal finans ve yatırım kararlarını etkileyen psikolojik önyargılara yer verilmiştir. Davranışsal finans kavramı kısaca açıklandıktan sonra tarihsel gelişimine değinilmiş ve davranışsal finansın amaçları açıklanmıştır. Ayrıca davranışsal finansın temellerini oluşturan psikolojik önyargılar kısayollar ve yanlılıklar olmak üzere iki ana başlık altında ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde ise finansal yatırımların davranışsal finans açısından değerlendirilmesi üzerine bir anket çalışması yapılmıştır. Bu bölümde finansal yatırımlar, mevduat, döviz, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil/bono, repo ve altın olmak üzere yedi başlık altında açıklanmıştır. Deneklerin bu finansal yatırım araçlarına yaklaşımları ve tercih nedenleri davranışsal finansın temellerini oluşturan önyargılar ve kısayollar bağlamında değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ANALİZİNDE KULLANILAN GELENEKSEL VE MODERN YÖNTEMLER

1. Finansın Tanımı

Finans bir işletmenin firma değerini ve ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermayeyi en yüksek seviyeye çıkarmak amacıyla, işletme için gerekli olan fonların elde edilmesi ve bu fonların işletme amaçları doğrultusunda etkin bir şekilde kullanılarak verimli aktiflere yatırılması anlamına gelmektedir. Gelecek ile ilgili kararlar almak söz konusu olduğunda belirsizlikten kaçınmak mümkün değildir. Belirsizlik riski de beraberinde getirir. Finans ile ilgili kişiler yatırımlar söz konusu olduğunda beklenen getiri oranı ile riski göz önüne almak durumundadır.¹ Bu risk durumunu veya belirsizliği önceden tahmin edilebilir duruma getirebilmek için belirlenen modeller kapsamında yapılan finansal analizler mevcuttur.

Finans biliminin amacı; değer belirlenmesiyle ve değer artmasıyla uğraşmaktır. Finansmanda “Değerli olan nedir?” sorusu yinelerek sorulur ve bu soruya cevap bulmaya çalışılır. Finans, aynı zamanda en iyi, en geçerli, isabetli ve tutarlı kararların nasıl alınması gerektiğiyle de ilgilenir².

Finansın yukarıda bahsedilen tanımı kapsamındaki amaçlarına ulaşabilmesi için uzun yıllar boyunca kendi bilimsel etkinlik alanında finans bilimiyle uğraşan bilim adamları tarafından geliştirilmiş olan çeşitli yöntemler ve analiz metodları bulunmaktadır.

1.1. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı

Gelecek ile ilgili olarak alınan tüm kararların, mutlaka finansal bir boyutu vardır. Bu bağlamda, gereksinim duyulan tüm kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, en uygun yatırım alanına yatırılması ve sonucun kontrol

¹ Yükçü, Süleyman, Durukan M. B., Özkol E., **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999, s.1

² Okka, Osman, **Finansal Yönetime Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005, s.6

edilmesi süreci olarak tanımlayabileceğimiz finans ve buna dönük olarak alınacak kararlar, finansal kararlar olarak nitelendirilebilir.³

İşletmeler açısından ise finansal karar; kurumların finansal yöneticileri finansal kararları verirken, ortakların yararını ve işletmenin piyasa değerini maksimize etmeyi amaçlarlar. Bu amaçla alınacak finansal kararların hemen hemen hepsi işletmenin kazanç akımlarını, karlılığını ve riskini belirlemektedir⁴.

Sabit sermaye yatırım kararları ve finans piyasası araçlarına yatırım kararlarının ortak yönü yatırımdan gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeriyle, yatırımın bugünkü değeri arasında ilişki kurulmasıdır. Bu nedenle, yapılacak yatırımlar için karar verirken, yatırımdan elde edilecek nakit akımlarıyla, yatırımın gerektirdiği nakit çıkışlarının bugünkü değeri hesaplanıp, karşılaştırılması yapılır. Buna iskonto adını verilmektedir ve hesaplamalarda bir iskonto oranı kullanılmaktadır. İskonto oranı adı verilen faiz oranı, genellikle, piyasa aktörleri tarafından belirlenmekte ve ekonomik beklentilere göre şekillenmektedir. Bu da, piyasa aktörlerinin etkilendiği çevresel, sosyolojik, psikolojik ve antropolojik faktörleri aklı getirmektedir. Dolayısıyla, finansal kararlar sadece ekonomik ve politik değişkenliklerden değil, aynı zamanda sosyal psikolojik değişkenlerden de etkilenir. Bunların yanı sıra, sosyolojik ve psikolojik etkileri de vardır⁵.

1.2. Yatırım Analizinde Kullanılan Geleneksel Yöntemler

Literatürde, Modern Finans Kuramı olarak bilinen finans, günümüzde geleneksel finans yaklaşımı olarak bilinmektedir. Yatırım alanında Modern Finans'ın üç temel dinamiği vardır⁶:

- Hedeflenen beklenen getiri doğrultusunda, en düşük olası riskle hisse senedi portföyü oluşturmak mümkündür. Bu portföyün oluşturulması tekniğine araç denilmektedir.

³ Tufan, Ekrem, **Davranışsal Finans**, Orion Yayınevi, Ankara, 2006, s.11

⁴ Türko, R., Metin, **Finansal Yönetim**, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 1999, s.14

⁵ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.12

⁶ Haugen, Robert, A., **The New Finance**, Pearson Education Inc. USA, Third Edition, 2004, s.11, Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.14'den

- Bu aracı herkesin kullandığını varsayarsak, ne olur? Bir piyasa endeksi oluşturmak için bütün portföyleri bir araya toplarsak, ondan beklenen getiri düzeyinde risk en düşük düzeyde olacaktır. Bu fikir, aracın küresel olarak herkes tarafından kullanılması fikrine dayanmakta ve Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli olarak adlandırılmaktadır. Buna, *kuram* adı verilmektedir.
- Bu durumda, bütün hisse senetlerinin fiyatlarına bilinen ilgili tüm bilgiler yansırsa ne olur? Bu da, Etkin Piyasalar Hipotezi'ni ortaya çıkarmaktadır. Bu hipotezin bir iddiasına göre, hisse senedi fiyatları, açıklanan yeni bilgiye çok çabuk tepki vermektedir. Bu, doğru değildir. Hisse senedi fiyatları, aşırı tepkiyi yavaş yavaş verirler. Yatırımcılar ise, hisse senetleri ile ilgili yeni bilgiye hemen aşırı tepki verme eğilimindedirler. Bu da, hatırı sayılır bir gecikmeye yol açmaktadır. Bu durum, oluşturulan hisse senedi portföylerinin herhangi bir endeksten daha düşük riskle daha yüksek getiri elde etmelerine neden olur.

Geleneksel finans teorileri ve modelleri, insanların akılcı (rasyonel) olduğunu varsayan, geleceğe dair belirsizlikleri ve yatırım değerlemeye yönelik analizlerinde insanın psikolojik değişkenlerini ve bunların yatırımlarla ilgili alınan kararlar üzerindeki etkilerini dikkate almadan kendi teorik çerçevelerinde uygulanan ve geleneksel finans literatüründe yer alan temel finans teori ve modelleridir.

Yatırımcıların geleneksel yatırım politikaları, özellikle paraya dönüşüm hızı yüksek, ödememe riski düşük olan menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Yatırımcılar yatırım kararlarında yüksek gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu nedenle, portföylerinde riski, likidite ve kazanç oranlarını dikkate alarak, finansal dengeyi sağlamayı amaçlamaktadırlar.⁷

1.2.1. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Analizi

Her firma, piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini minimum yapacak olan optimal sermaye yapısını bulmaya çalışır. Diğer bir deyişle, en az sermaye ile en yüksek piyasa değerine ulaşmak her firmanın hedefidir. Çeşitli kaynakların reel

⁷ Kondak, Nuray, **Menkul Kıymet Pazarına Giriş**, Der Yayınları, İstanbul, 1999, s.28

marjinal maliyeti birbirine eşit olduğunda, firma optimal sermaye yapısına ulaşmış demektir.

Firmanın sermaye yapısının, yani borç/özsermaye oranının değiştirilmesinin (finansal kaldıraç faktörü) sermaye maliyeti ve firmanın değeri üzerinde etkisinin ne olacağını cevaplamaya yönelik olarak geliştirilen yaklaşımlar şunlardır:

- Net gelir yaklaşımı,
- Net faaliyet geliri yaklaşımı,
- Geleneksel yaklaşım,
- Modigliani - Miller yaklaşımı.

1.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, bir firmanın değerlendirilmesine kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı şekilde dahil eden yaklaşım olarak nitelendirilebilir. Gerçekten söz konusu yaklaşıma göre, bir firma, sermaye yapısını (kaldıraç faktörünün derecesini) değiştirmek yoluyla, firmanın piyasa değerini arttırmak, sermaye maliyetini azaltmak olanağına sahiptir.⁸ Bu yaklaşıma göre:

Kapitalizasyon oranı:

$$k_o = \frac{O}{FD}$$

O: Net faaliyet karı,

FD: Firma değeri.

Firma piyasa değerini veren denklem ise:

$$FD = \frac{O}{k_o} = \frac{F}{k_b} + \frac{E}{k_e}$$

F: Faizler,

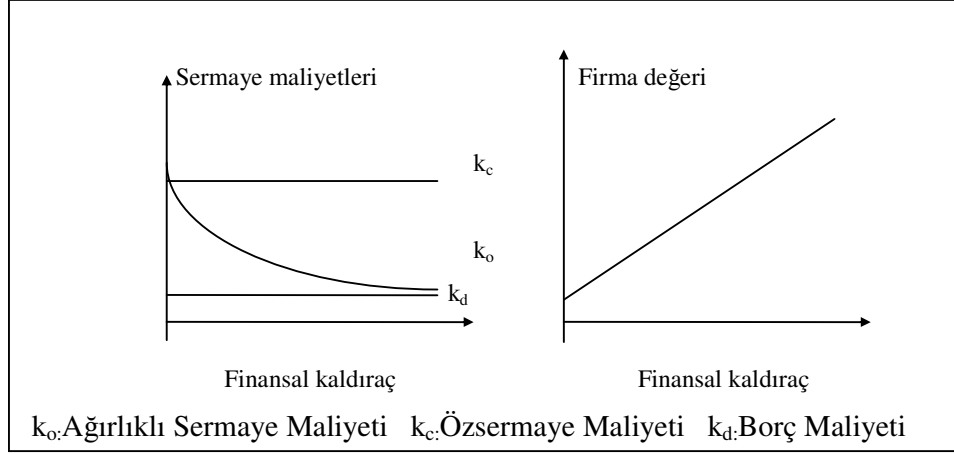
E: Firmanın net geliri,

k_b: Borç verenlerin gelir akışlarının kapitalizasyon oranı,

k_e: Firma ortaklarının gelir akışlarının kapitalizasyon oranı.

⁸ Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.485

Net gelir yaklaşımında bir firmanın yabancı kaynak/öz sermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.



Şekil 4.1.: Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri

Şekillerde görüldüğü gibi, net gelir yaklaşımında bir firma, borçlanma yoluyla daha doğru bir deyişle yabancı kaynak/özsermaye yada yabancı kaynak/varlık toplamı oranını artırarak, sürekli olarak ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve piyasa değerini yükseltmek olanağına sahiptir. Bu yaklaşım iki kritik varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar; (i) öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu ve (ii) öz sermaye kapitalizasyon oranının ve yabancı kaynak maliyetinin, firmanın çeşitli sermaye yapıları için sabit kaldığıdır. Ancak, bu yaklaşımdaki varsayımların geçerliliği tartışılabilir. Firmanın faiz ödemeleri arttıkça likitide riski de artacaktır. Firma borçlandıkça, firma sahipleri artan riski telafi için daha yüksek karlılık bekleyeceklerdir. Yani k_c ve k_b oranları yükselecektir. Ağır borç yükü firmanın karlı yatırım alanlarına girmesine de engel olabilecektir. Bu nedenle, sürekli borçlanma yoluyla firma değerinin yükseltileceği tartışmalı bir konudur.⁹

⁹ Akgüç, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.487-488

1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı (k_o) ile kapitalize edilmesi firmanın piyasa değerini vermektedir. Söz konusu yaklaşımda firma için kapitalizasyon oranı (ortalama sermaye maliyeti) tüm sermaye yapıları için sabit varsayılmaktadır. bu varsayımın doğal sonucu olarak da, bir firmanın sermaye yapısındaki değişmelerin, firmanın piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmayacağı savunulmaktadır¹⁰.

Bu yaklaşımda bir firmanın sermaye maliyetinin ve hisse senedi fiyatlarının o firmanın kullandığı borç/öz sermaye oranıyla, yani finansal kaldıraç derecesi ile bağıntılı olmadığı önerilmektedir. Başka bir anlatımla, firma finansmanında borçlanma yoluna ne ölçüde başvurursa vursun, hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir¹¹.

Bu yaklaşımda firma piyasa değeri: $FD = \frac{O}{k_o}$

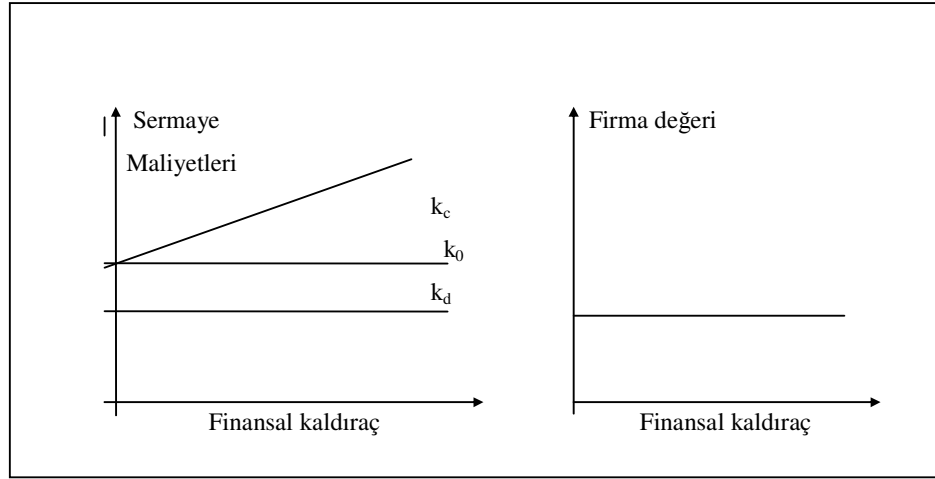
O: Net faaliyet karı,

k_o : Kapitalizasyon oranı.

Bu yaklaşımda, bir firmanın büyük oranlarda finansal kaldıraçtan yararlanmasını (borç kullanması), o firmanın kazancını ve kar paylarını arttırabilir, fakat o firmanın özsermaye maliyeti de aynı ölçüde artar. Firmanın daha yüksek oranlarda borca başvurması kazancını arttırırsa da, firmanın iflas riskini de arttırır.

¹⁰ Akgüç, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.489

¹¹ Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.498



Şekil 1.5.: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri¹²

k_0 :Ağırlıklı Sermaye Maliyeti k_c :Özsermaye Maliyeti k_d :Borç Maliyeti

Şekil 1.2.'de ilk şekil firmanın sermaye bileşimi ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi görmekteyiz. Sermaye maliyeti, şekilde görüldüğü gibi kaldıraç kullanımındaki artışla etkilenmemektedir. Firma daha çok borca başvurduğunda, özsermaye maliyeti yaratılan ek kazanç oranı kadar artmaktadır. Bu durum sermaye maliyetinin değişmemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Şekil 1.2.'de ikinci şekil ise, sermaye maliyeti borç kullanımı ile değişmediğinden, firma hisse senedi fiyatlarının değişmeyeceğine işaret etmektedir.

Net faaliyet karı yaklaşımının finansman kararları açısından sonuçları şöyle özetlenebilir; firma açısından borç ve özsermayenin reel maliyetleri birbirine eşittir. Borç maliyeti iki kısımdan oluşur. Faiz ve gizli maliyet. Borcun gizli maliyeti, firma borç kullandıkça özsermaye maliyetinin artmasıdır. Bu nedenle, firmanın borç kullanımını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek imkanı yoktur. İkinci önemli sonuç ise, firma için tek bir optimal sermaye yapısı veya bileşimi olmadığıdır. Sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürüp firma değerini yükseltmek imkanı olmadığına göre, firma açısından her sermaye yapısı optimal sayılabilir.¹³

¹² Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.501-502

¹³ Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.502

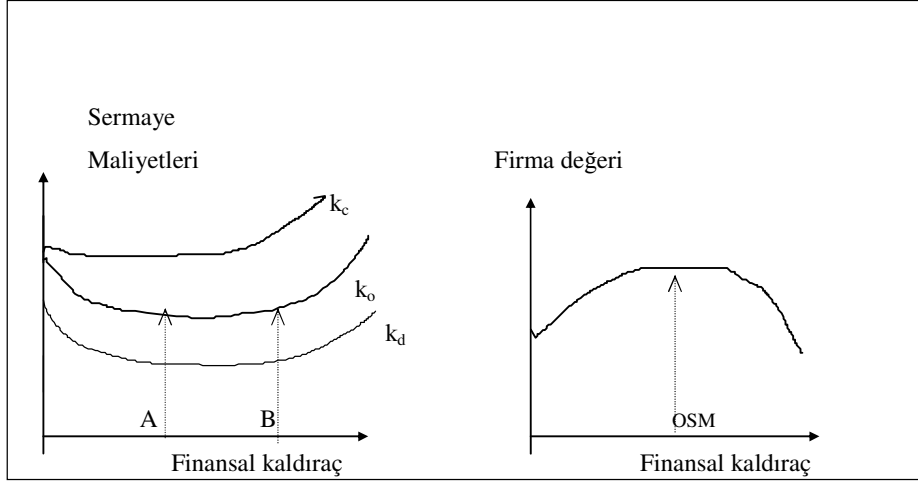
1.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Firmanın değerlendirilmesi ve sermaye maliyeti ile ilgili geleneksel yaklaşıma göre, bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firma kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini yükseltebilir.

Geleneksel yaklaşımda, firma açısından öz sermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden daha yüksektir. Firma sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması nedeniyle ortakların bu riski de karşılayacak şekilde normal faiz oranının üstünde kar beklentileri ve borç faizlerinin gider yazılarak vergi matrahından düşülmesi dolayısıyla vergi tasarrufu sağlanmasına karşılık dağıtılan kar payı için böyle bir olanağın mevcut olmaması, öz sermaye maliyetinin, genellikle yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu durumda firma, sermaye yapısını değiştirerek, görece olarak daha fazla yabancı, işletme dışı kaynaktan yararlanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir.

Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, firmanın finansman riski arttıkça öz sermaye maliyetinin yükseleceğini ön görmekte; ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanımının ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisinin, öz sermaye maliyetinin yükselişi ile tamamen giderilemeyeceğini kabul etmektedir.¹⁴

¹⁴ Akgüç, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.491-492



Şekil 1.6.: Geleneksel Yaklaşımda Sermaye Yapısı ve Firma Değeri¹⁵

k_o :Ağırlıklı Sermaye Maliyeti k_c :Özsermaye Maliyeti k_d :Borç Maliyeti

Şekil 1.3.'de ilk şekil firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti k_o çanak şeklindedir. Firmanın öz sermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir. Firma açısından öz sermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir.

Şekil 1.3.'de ikinci şekil firmanın optimal sermaye maliyeti (OSM) bir tanedir ve bu noktada, öz sermayenin reel marjinal maliyeti ile yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti eşittir. Optimal sermaye maliyetine ulaştıktan sonra firma yabancı kaynak kullanmaya devam ederse, yabancı kaynak ve öz sermaye maliyetindeki yükseliş nedeniyle, ortalama sermaye maliyeti yükselecek ve firmanın piyasa değeri düşecektir.

Bu görüş tarzına göre, ortalama sermaye maliyetini minimum yapan optimal bir borç-öz sermaye bileşimi vardır ve işletmeler uzun dönemde bu bileşimi gerçekleştirmeye ve korumaya çalışırlar. Bu yaklaşım, net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının arasında yer almakta, bir anlamda yukarıda sözü edilmiş iki yaklaşımın bir uzlaşmasını oluşturmaktadır.¹⁶

¹⁵Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.506-508

¹⁶Bolak, Mehmet, **İşletme Finansı**, Birsen Yayınevi, İstanbul, 1998, s.253

1.2.1.4 Modigliani-Miller Yaklaşımı

Franco Modigliani ve Merton H. Miller tarafından geliştirilen ve onların adını alan bu yaklaşım net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynıdır. Bu yazarlara göre firmanın sermaye yapısını değiştirerek, o firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemesi olanaksızdır. Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun, firmanın sermaye maliyeti değişmez. Modigliani Miller yaklaşımında karın kullanılış şekli firmanın değeri açısından bir önem taşımaz. Önemli olan firmanın kazanma gücüdür. Yatırım kararı firma değerini etkileyen en önemli etkidir. Modigliani Miller yaklaşımının dayandığı varsayımları şunlardır¹⁷:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur,
- Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
- Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır,
- Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Sözü edilen varsayımlara dayanan Modigliani-Miller, şu üç önemli sonuca varmaktadır:¹⁸

- i. Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır.
- ii. Bir firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığı durumda öz sermaye maliyeti de artar.
- iii. Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı veya yatırım kararları için ön görülecek asgari karlılık oranı yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır.

Özetlersek Modigliani-Miller'e göre, aynı risk kategorisine giren, net faaliyet karları eşit olan firmaların piyasa değerleri de birbirine eşittir. Bir firma, sermaye yapısını, kaynak bileşimini değiştirerek aynı risk kategorisine giren aynı net faaliyet karına sahip başka bir firmaya kıyasla piyasa değerini yükseltmez. Daha açık bir deyişle yatırımcıların, portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak, yerlerine,

¹⁷ Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.510

¹⁸ Akgüç, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.496

kendi açılardan daha avantajlı hisse senetlerini alma olanağı, net faaliyet geliri eşit, aynı risk kategorisine giren firmaların piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önler.¹⁹

1.2.2. Temel Analiz

Temel analiz(Fundamental analysis) hisse senetlerinin belli piyasa şartlarına göre gerçeğe en yakın değerinin bulunmasına yönelik bir araştırma yöntemidir. Bu yöntem; hisse senedinin fiyatını etkileyen genel ekonomik faktörler, sektör sorunları, rekabet şartları, şirketlerin mali yapıları, verimlilik karlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, ihracat olanakları gibi temel olguların ve bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğini analiz edilmesiyle hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine dayanmaktadır.²⁰

Temel analiz yaklaşımı daha çok “objektif” ve “orta ve uzun vadeli” bir analiz yöntemi olarak genel ekonomi ve sektör incelemeleri gibi makro değişkenleri gözönüne almakla beraber, asıl olarak şirket mali tablo rakamlarını esas alır. Sık sık teknik analizin alternatifi olarak algılanan temel analizin teknik analizden farklı yönü şudur: Temel analiz yaklaşımında her bir hisse senedinin ait olduğu şirketin mali tablolarından çeşitli yöntemlerle hesaplanacak bir “gerçek değeri” vardır. Bu gerçek değer borsa fiyatından yüksek ise, o hisse senedini satın almak gerekir. Çünkü temel analiz yaklaşımına göre piyasa değeri, er geç gerçek değere yaklaşacaktır. Teknik analiz yönteminde ise böyle bir gerçek değer yoktur. Tek değer “borsa fiyatı”dır. Bu nedenle alım satım için fiyat ve hacim grafiklerini incelemek yeterlidir.

Temel analiz makro (ülke bazında) ve mikro (şirket bazında) olmak üzere iki düzeyde yapılır. Makro analizde ekonomi ve endüstri analizi, mikro analizde ise firma analizi aşamaları yer almaktadır²¹.

İyi bir temel analiz yapabilmek için önce ekonomi, daha sonra sektör ve firma değerlendirilir. Bu tür analizlerin diğer bir ismi de yukarıdan aşağıya doğru analizdir (Top-Down Analysis). Bazı durumlarda analiz firmadan da başlayabilir (Down-Top

¹⁹ Akgüç, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.498

²⁰ Karaşin, Gültekin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1986, s.3

²¹ Yükçü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.1027-1028

Analysis), ancak bu durum firmanın durumunun çok önemli olduğu zamanlarda olabilir ki, böyle bir durumun görülmesi nadirdir.²²

1.2.2.1. Ekonomik Analiz

Yatırım analizlerinin başlangıç noktası makro ekonomik analizdir. Ekonominin sağlıklı bir şekilde tahlili ve geleceğe ilişkin öngörüler kişisel yatırımların yönünü belirler. Ekonominin sağlıklı bir şekilde gelişmesi, şirketlerin performanslarının artmasına yol açacağından, hisse senedi yatırımcıları yüksek getiri beklentisine girebilirler. Ayrıca olumlu gelişmeler tahvil ve bono fiyatlarının düşmesine yol açabilir. Buna karşılık ekonomik daralma şirket karlarını azaltarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve faizlerin yükselmesine yol açabilir.

Ekonomik analistler hükümet kararlarını, Merkez Bankası politikalarını, emisyon, enflasyon beklentilerini, faiz oranları, döviz kurları gibi çok çeşitli göstergeleri yakından izleyerek geleceği öngören modeller geliştirmektedirler.²³

Ekonomik faktörler kadar önemli olan bir başka konu da ekonomi dışı sosyal-politik faktörlerdir. Bu faktörlerin önemi hisse senedi piyasasıyla doğrudan ilgili olup olmamaları değil; iyimserlik yada kötümserlik yaratmalarıdır. Seçimler, askeri darbeler, hükümet bunalımları, anarşi ve terör, grevler, savaşlar karamsarlık ve tedirginlik yaratır²⁴.

Seçimler de genel konjonktürü her zaman etkilemiştir. Seçimler sonucunda ortaya çıkan koalisyon belirsizlikleri ve hükümet bunalımları piyasada tedirgin bir bekle-gör davranışı ve dolayısıyla talep yetersizliği yaratır²⁵.

Özetle... hayata geçirilmesi planlanan yatırım fikrinin karlı, verimli ve rasyonel olup olmadığının ekonomik olarak analiz edildiği aşamadır²⁶.

²² Karan, Mehmet, Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, Ankara, 2001, s.435

²³ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., ss.435-436

²⁴ Yükü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e.,s.1030

²⁵ Karlı, Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994, s.431

²⁶ Civan, Mehmet, **Finansal Hesaplar**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s.222

1.2.2.2. Sektör(Endüstri) Analizi

Sektör analizi ekonomik analizin ikinci aşamasıdır. Bu aşamada firmanın içinde bulunduğu sektör araştırılarak sektörün geleceği tartışılır²⁷.

Endüstri (sektör) analizi işletme analizi için bir çerçeve oluşturur, diğer bir deyişle, bir endüstrinin performansı o endüstriye dahil işletmelerin performanslarının iyi bir göstergesidir.

Endüstriler genel ekonomik durumdan değişik biçimlerde etkilenir. Bazı sektörler ekonomik büyüme oranı ile aynı hızda, bazıları daha hızlı yada daha yavaş büyüme gösterirler. Bir işletmenin büyümesi de büyük ölçüde, içinde bulunduğu endüstri kolunun (sektör) büyümesine bağlı ve paraleldir. Endüstrileri ekonomik dalgalanmalardan etkilenme derecelerine göre üç grupta incelemek mümkündür:

- a) Büyüyen endüstriler
- b) Dönemsellik gösteren endüstriler
- c) Savunmacı endüstriler

Büyüyen endüstriler bilgisayar, elektronik, telekomünikasyon gibi teknolojik gelişme ve icatların yoğun olduğu endüstrilerdir. Bu tür endüstriler ekonomik konjunktürden etkilenmeksizin, sürekli büyüyen iş kollarıdır.

Dönemsellik gösteren sektörler ekonomik konjunktüre paralel olarak dalgalanma gösteren endüstrilerdir. Bu tip sektörlerle yatırım yapmak ekonomik gelişme dönemlerinde karlı, durgunluk dönemlerinde ise riskli olabilir.

Savunmacı sektörler ise, ekonomik konjunktürden etkilenmeyen yada çok az etkilenen endüstrilerdir. Bu sektörlerle ait hisse senetlerine yatırım yapmanın riskinin çok az olduğu söylenebilir.²⁸

Yatırımcı, ilgilendiği endüstrinin hangi türden ve hangi aşamada olduğunu belirledikten sonra, yine bu endüstri de fiyatların gösterdiği eğilim, endüstrinin büyüme hızı, endüstrideki teknolojik gelişmeler, rekabet koşulları vb. konularında araştırma yapmalıdır.

²⁷ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., s.454

²⁸ Yükücü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.1031-1032

Endüstri (sektör) analizinin sonucunda yatırımcı, yatırım yapmayı düşündüğü endüstrinin yatırıma uygun olup olmadığını belirlemiş olacaktır. Bundan sonraki aşama, endüstri içinde, hisse senedine yatırım yapılacak firma veya ortaklığın analiz edilmesidir²⁹.

1.2.2.3. Firma(Ortaklık) Analizi

Genel ekonomi ve ilgili endüstri (sektör) ile ilgili tahminler elde edildikten sonra sıra hisse senedinin gelecekte sağlayacağı getirileri belirlemek amacıyla, firma analizine gelir. Firma analizi, firmanın ürettiği ürüne ve kullandığı teknolojiye ait niteliklerin, firma yönetiminin, hukuki durumun, ayrıca firmanın mali durumu ve taşıdığı risk gibi nicel büyüklüklerin incelenmesini içerir.³⁰

Firma analizi, işletme ile ilgili nitel ve nicel faktörlerin incelenmesini kapsar. Bu kademede yönetim kadrosunun yetenekleri, firmanın büyüme potansiyeli, finansal durumdaki değişmeler değerlendirilir.³¹

Temel veriler üzerinde yapılan inceleme sonucunda yapılacak yatırımın risk ve verimliliği hakkında bir hükme varılabilir. Bundan sonra işletmenin geleceğine ilişkin nicel tahminler yapabilmek amacıyla işletmenin geçmişteki performansı değerlendirmeye alınır. Bu tür nicel bir incelemenin başlıca kaynağı finansal tablolar ve başlıca aracı rasyo (oran) analizleridir. Bu amaçla kullanılacak oranlar likidite oranları ve karlılık oranlarıdır.³²

1.2.2.4. Değerleme Yöntemleri

Temel analizde ekonomi endüstri (sektör) ve firma ile ilgili incelemeler yapıldıktan sonra hisse senedinin gerçek değerinin saptanmasına yönelik çeşitli değerlendirme yöntemlerine geçilir. Bu yöntemlerden başlıcaları şunlardır³³:

²⁹ Bolak, Mehmet, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basımevi, İstanbul, 2001, ss.191-192

³⁰ Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, a.g.e., s.193

³¹ Başoğlu, Ufuk, Abdullah, Ceylan, İlker, Parasız, **Finans, Teori, Kurum ve Araçlar**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2001, ss.471-473

³² Yükçü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.1033

³³ Yükçü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.1033-1037

1.2.2.4.1. Muhasebe Değeri yada Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Bu değerleme yöntemi beklenen nakit giriş ve çıkışlarını dikkate almadığı için yalnızca iflas yada tasfiye halindeki işletmelerde önem taşır.

1.2.2.4.2. Fiyat/Kazanç Yaklaşımı

Hisse senedi değerleme yöntemleri arasında belki de en basit olanı Fiyat/Kazanç Oranı (Price/Earnings Ratio) yaklaşımıdır. Bu yöntemle yatırımcı veya analist önce hisse başına net karı tahmin eder, daha sonra bu değeri hisse senetleri piyasasında gerçekleşmiş Fiyat/Kazanç oranıyla çarparak hisse senedinin gerçek değerini hesaplar.

1.2.2.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Yaklaşımı

İşletmelerin hisse bazında piyasa değeri (borsa değeri) ile defter değeri daima farklıdır. Çünkü, defter değeri muhasebe dışı faktörleri dikkate almamaktadır. Piyasa değeri hemen her dönemde defter değerinin belli bir miktar altında veya üstünde seyrettiğinden, belli bir trend veya birbirine yakın oranlar gösterir. Bu trend veya oranlara göre ya da sektör içinde oluşmuş bir ortalama “piyasa değeri/defter değeri” oranından da yararlanılarak işletmenin hisselerinin gerçek değerine varılabilir.

1.2.2.4.4. Regresyon Modelleri

Temel analiz içinde, istatistiksel tahmin teknikleri, hisse senetlerinin değeri üzerinde etkili olan faktörleri, özellikle bağımlı-bağımsız değişken ilişkileri içinde bağlantılandırarak veri sağlamaya yönelik biçimde kullanılmaktadır. Bu yöntemde hisse senedi fiyatı yada “fiyat/hisse başına net kar” oranı bağımlı değişken, bu fiyatı etkileyen karlar, kar payları, bir önceki dönem fiyatları, piyasa faiz oranı, para arzı gibi değişkenler bağımsız değişken olarak alınıp, bunların beklenen değerleri karşısında hisse senedi fiyatının alacağı gerçek değer belirlenmeye çalışılmaktadır.³⁴

³⁴ Karaşin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, a.g.e., s.29

1.2.2.2.5. Kar Payı Yöntemi

Kar payı yöntemi, bir hisse senedinin bugünkü değerinin sınırsız bir süre boyunca o hisse senedinden sağlaması beklenen kar paylarının bugünkü değerlerine eşit olacağını öngören bir yöntemdir.

Dr. Myron Gordon tarafından geliştirilen bu modele göre bir yatırımcı için hisse senedinin değeri; bu hisse senedine sahip olmakla her yıl eline geçecek nakit miktarının diğer bir deyişle kar payı gelirlerinin bugünkü değerine eşittir.³⁵

Kar payı yönteminin mantığı, sınırsız bir süre boyunca elde tutulacak bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin sadece kar payları olmasıdır. Ancak model, hisse senedi için uygun bir iskonto oranının belirlenmesi sorununu da beraberinde getirmektedir. iskonto oranı, genelde yatırımcı tarafından kabul edilir bir karlılık oranı biçiminde tanımlanır. Uygulamada bu oran, devlet tahvilleri ile hazine bonolarının faiz oranına bir risk faktörü eklenerek bulunur.³⁶

1.2.3. Teknik Analiz

Teknik analiz; menkul fiyatlarının, işlem miktarı hareketlerinin ve trendlerinin incelenmesidir.³⁷

Teknik analiz, belirli piyasa verilerinin kullanılması suretiyle hisse senedi fiyatları ve hisse senedi piyasasının genel gidişatının ortaya koyulmasını amaçlayan bir analiz çeşididir. Buradaki piyasa verileri, hisse senedi piyasa endeksi veya hisse senetleri ile ilgili fiyat ve işlem hacmi bilgileridir. Teknik analizciler geçmişteki piyasa verilerine dayanarak hisse senedi fiyatlarının gelecekte ne olacağını kestirmeye çalışırlar. Teknik analizin hisse senedi fiyatlarının tahmininde kullanılabilmesi için aşağıdaki varsayımların kabul edilmesi gerekir³⁸:

1. Hisse senedinin piyasa fiyatı sadece kendisiyle ilgili arz ve talebin karşılıklı etkisiyle oluşur.

³⁵ Bolak, **İşletme Finansı**, a.g.e., s.183

³⁶ Yükçü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.1036

³⁷ Parasız, M., İlker, **Ekonomi Sözlüğü**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1999, s. 586

³⁸ Dağlı, Hüseyin, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2000, s.301

2. Hisse senedi arz ve talebi bir kısmı rasyonel bir kısmı irrasyonel olan pek çok faktörün etkisi şekillenir.
3. Piyasadaki küçük dalgalanmalar dikkate alınmadığında, hisse senedi fiyatları uzun süre devam eden belirli bir trend doğrultusunda hareket eder.
4. Trenddeki kesintiler, arz ve talepteki kaymalar sonucu meydana gelir.
5. Neden kaynaklandığına bakılmaksızın, arz ve talepteki kaymalar er veya geç piyasa verilerinin işaretlendiği grafikler vasıtasıyla tespit edilebilir.
6. Çoğu grafiklerde fiyat hareketleri zaman içinde aynen tekrarlanır.

Teknik analizciler, hisse senetlerinin fiyatlarının tahmininde teknik analizin temel analize göre daha üstün olduğunu ileri sürerler. Temel analizde hisse senedinin çeşitli yöntemler kullanılarak gerçek değeri hesaplanmaya çalışılır ve hesaplanan bu gerçek değer piyasa fiyatıyla karşılaştırılarak yatırım kararı verilir. Teknik analizcilere göre bu şekilde hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanması hem zordur hem de bu değerlendirmeyi yapabilmek için doğru ve güvenilir bilgi bulmak mümkün değildir. Temel analizin büyük ölçüde dayandığı finansal tablolardaki verilere teknik analizciler her zaman şüpheyle bakarlar. Ayrıca temel analize göre düşük değerlenmiş bir hisse senedine yatırım yapıldığında, senedin piyasa fiyatının gerçek değerine yükseleceğini varsayar. Oysa bunun gerçekleşebilmesi için piyasadaki bütün yatırımcıların temel analize göre hisse senetlerini değerlendirmeleri ve dolayısıyla gerçek değeri piyasa fiyatının altında kalmış düşük değerlenmiş hisse senetlerine yatırım yapmaları ve böylece piyasa fiyatını yükseltmeleri gerekir. Teknik analizciler bu sıkıntılara girmeksizin kullandıkları çeşitli araçlar vasıtasıyla hisse senetlerinin geçmişteki arz ve taleplerini kullanarak gelecekteki fiyatını tahmin etmeye çalışırlar³⁹.

Teknik analizcilere göre piyasanın, hisse senetlerinin yatırım değerinden bağımsız olarak kendine özgü bir yaşam biçimi vardır ve temel analiz piyasanın en önemli belirleyicilerinden biri olan “yatırımcı duygularını” dikkate almamaktadır⁴⁰.

³⁹ Dağlı, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, a.g.e., s.302

⁴⁰ Karaşın, **Sermaye Piyasası Analizleri**, a.g.e., s.81

1.2.3.1. Teknik Analizin Felsefesi ve Dayandığı Temel İlkeler

Teknik analiz felsefesi ve dayandığı temel ilkeler şunlardır:⁴¹

1) Bir menkul kıymetin piyasa değerini yalnızca onun arz ve talebi belirler. Belirli bir zamanda bir menkul kıymetin ya da herhangi bir mal veya hizmetin fiyatı ancak ona olan arz ve taleple belirlenebilir. Eğer arz, talepten fazlaysa fiyatlar düşecek, tersine arz talepten azsa fiyatlar yükselecektir. Teknik analizci için önemli olan hangi nedenle arz talep dengesinin değiştiği değil, dengenin değişme anının belirlenebilmesidir.

2) Piyasa fiyatını belirleyen arz ve talep temel analizcinin savunduğu temel ekonomik faktörlerle birlikte, ruhsal ve psikolojik faktörlerin de etkisi altındadır. Piyasa fiyatı bütün bu faktörleri içerir. Teknik analize göre trend, yatırımcıların ekonomik, parasal, politik ve psikolojik faktörler altında değişen yatırım kararları sonucunda oluştuğu fikrine dayanır. Yani piyasada oluşan fiyat hareketlerinde, elbette temel analizcinin ilgilendiği ekonomik faktörlerin de önemli bir yeri vardır. Fakat bunlarla birlikte bütün fiyat hareketleri yatırımcıların rasyonel ya da irrasyonel umutlarını, korkularını, bilgi, hırs ve beklentilerini yansıtır. Bundan dolayıdır ki hisse senedi fiyatları, onların gerçek değerlerini değil, yatırımcıların kafasında onlara biçilen değeri gösterir.

Kısa dönemde, yatırımcılar bir hisse senedine yatırım yaparken, firmanın geçmiş ya da mevcut durumuna, ekonomi içindeki yeri, rekabet gücü ve finansal katsayılarına göre değil, bizzat gelecekte o hisse senedinin piyasada olması beklendikleri fiyatına göre yatırım kararı vermektedirler. Yatırımcılar bir hisse senedini onunla ilgili beklentilerinin gerçekleşeceği haberin ya da gelişmenin ortaya çıkacağı zaman onu daha yüksek fiyatla satacakları düşüncesiyle alırlar. Eğer gelişmeler beklenenden daha olumluysa o hisse senedi yükselecek, eğer gelişmeler olumlu fakat beklenen derecede iyi değilse o hisse senedinin fiyatı düşecektir. Ters durumda yani olumsuz bir beklenti, üzerine fiyatların düşüşe geçmesi durumunda haber beklenen kadar kötü çıkmazsa piyasa toplanacak ve fiyatlar yükselecektir.

⁴¹ Levy, Robert, A., Conceptual Foundations of Technical Analysis, **Financial Analyst Journal**, 1966, July/August 1966, Vol. 22, No. 4: ss.83-89, s.83

3) Çok küçük dalgalanmaları dikkate almazsak, piyasada fiyatlar bir trend doğrultusunda hareket eder ve bu trend kayda değer bir süre geçerliliğini korur. Teknik analize göre fiyatlar arz ve talebin belirlediği bir trend doğrultusunda hareket ederler. Çünkü, teoriye göre arz ve talebi değiştiren bilgi piyasaya belirli bir anda değil fakat bir zaman aralığı içerisinde girer.

Bilgi kanallarının farklılığı bazı yatırımcılara bu bilgileri diğerlerinden daha önce alıp işleme olanağı vermektedir. Bu bilgilerin kaynaklarından, içerden öğrenenlerden profesyonellere ve nihayet vasat yatırımcıya ulaşması bir zaman süreci içerisinde gerçekleşir. Böylece piyasadaki fiyat değişimleri ani değil kademeli bir şekilde bir trend doğrultusunda ortaya çıkacaktır.

4) Trend değişimlerini piyasanın kendisinin analiziyle belirlemek mümkündür. Diğer bir ifadeyle, piyasadaki fiyat hareketleri birbirini tekrarlayıcı niteliktedirler. Geçmiş fiyat hareketleri geleceğe ilişkin tahminlerde kullanılacak iyi bir göstergedir. Piyasanın geçmiş fiyat hareketleri geleceğe ilişkin tahminlerde en iyi göstergedir. Bu teknik analizcinin, yatırımcıların birbirine benzeyen koşullarda, benzer kararlar verdiği varsayımına dayanır. Temel analizcilerin savunduğu gibi, çok kompleks olan insan davranışlarının ve piyasayı etkileyen bir çok faktörün, yatırımcı süzgecinden tamamen aynı kalıplarla tekrar ortaya çıkmasına olanak tanımamakla birlikte, tıpatıp olmasa da, yeterli oranda birbirini tekrarlayan benzer karakterlerdeki fiyat hareketleri, teknik analizciye trend değişimlerinin belirlenmesinde önemli katkı sağlarlar. Bu benzerlikler belirli fiyat formasyonları olarak grafiklerde kendilerini gösterirler.

1.2.3.2. Teknik Analizin Üstün Yönleri⁴²

(i) Teknik analizde piyasadaki çeşitli kesimlerin fiyatları belirlemesi sebebiyle “beklentilere” de önem verilir. Hisse senedi piyasasında sıkça duyulan “boğa ve ayı piyasaları” terimleri, piyasadaki çeşitli kesimlerin gelecek hakkındaki beklentilerinin yönünü belirtir.

(ii) Temel analiz piyasa hareketlerini, makro ve mikro ekonomik faktörlerin dışında kalan psikolojik ve tesadüfi faktörleri ve piyasa mekanizmasının kendi içi

⁴² Yükçü ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, a.g.e., ss.1041-1042

dinamiğini içermemektedir. Oysa, teknik analistler, sayılan tüm bu etmenlerin hisse senedinin piyasa fiyatının içinde yer aldığını savunmaktadırlar.

(iii) Teknik analistler, kullandıkları yöntem veya teknikler sayesinde, diğer analiz yöntemlerine göre daha iyi, erken ve sağlıklı bir uyarı sinyali alındığını savunmaktadırlar. Böylece hisse senedi piyasasındakilere “al”, “sat” veya “elde tut” gibi öneriler verirler.

(iv) Ne temel, ne de teknik analiz, hesapta olmayan yeni olayları ve bunların sonuçlarını önceden kestirebilir. Fakat bu gibi olaylarda uzun vadeli yatırımcıları kısa vadeli yatırımcı daha çok temel analize, kısa vadeli yatırımcı ise teknik analize daha çok önem vermektedir. Ayrıca teknik analiz alımdan sonraki birkaç gün veya hafta içinde kazanmayı amaçlayan spekülörler tarafından da tercih edilir. Diğer yanda, uzun vadeli yatırımcılarda teknik analizi, temel analize ek olarak zamanlama (timing) için kullanırlar.

(v) Temel analizin dayandığı finansal tablo ve veriler makyajlı olabilmekte, eksiklik veya yanlışlıklar içerebilmektedir. Teknik analiz ise, piyasadaki derlenen kesin bilgilere dayanmaktadır.

(vi) Temel analiz, oldukça yorucu, zaman alıcı ve ekonomik konularda bilgi sahibi olmayı gerektiren bir yöntemdir. Oysa, teknik analiz kullanımı daha kolay ve daha az eğitimle gerçekleştirilebilecek bir yöntemdir.

(vii) Temel analiz, piyasada düşük değerlenmiş hisse senetlerini tespit etmeye ve bunlara yatırım yapmaya dayanır. Oysa bu yatırımın verimli olabilmesi, piyasadaki diğer yatırımcıların da söz konusu senetlerin düşük değerlenmiş olduğunu farketmelerine ve talebi arttırarak fiyatın yükselmesini sağlamalarına bağlıdır.

1.2.3.3. Teknik Analizin Zayıf Yönleri⁴³

(i) Teknik analiz, geçmişteki fiyatların oluşumundaki değişkenlerin gelecekte de kendisini tekrarlayacağı varsayımına dayanır. Geçmişte oluşan grafik modellerin gelecekte de kendisini tekrarlayabileceği, teknik analiz kurallarının her zaman çalışmadığı söylenebilir. Bu kurallar çalışsa bile temel verilerdeki değişikliklerin buna engel olma yada trendin yönünü değiştirebilme ihtimali söz konusudur.

⁴³ Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, a.g.e., s.444

(ii) Bir fiyat oluşumunun ya da teknik analiz kurallarının yararlı sonuç vermesi, piyasada herkesin aynı kuralı uygulamasıyla işlemez duruma gelmektedir.

(iii) Gerçekte, teknik analiz sonuçları mekanik olarak ortaya çıkmamakta, grafiklerin yorumlanması da önem kazanmaktadır. Ancak, aynı grafiği analiz eden iki ayrı analist farklı yatırım kararları verebilmektedir.

1.3. Yatırım Analizinde Kullanılan Modern Yöntemler

1.3.1. Rasyonel Beklentiler Kuramı⁴⁴

Rasyonel Beklentiler Kuramı, ekonomide, ekonomi aktörlerinin gelecekte meydana gelecek olaylar hakkındaki beklentilerini modellemede yararlanılan bir karar verme modelidir. Model John F. Muth tarafından 1961 yılında ortaya atılmıştır. Beklentilerin modellenmesi, özellikle yeni klasik ve yeni Keynesyen makro ekonomi ve finans alanlarında kullanılmaktadır.

Rasyonel Beklentiler Kuramı, adapte edilebilir bilgiden yararlanılarak, geleceğin en iyi şekilde tahmin edilebileceğini iddia etmektedir. Bununla beraber, başka varsayımlar kullanmadan beklentiler kuramı aracılığıyla insan davranışları hakkında öngörülerde bulunmak mümkün değildir. Bu yüzden, tahmin edilen sonuçlar, (dolayısıyla rasyonel beklentiler) piyasa dengesinden sistematik olarak farklılaşmaz. Bu, insanların gelecek öngörüsü yaparken sistematik olarak hata yapmayacakları ve mükemmel öngörüden (perfect foresight) sapmaların tesadüfi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Ekonomik bir modelde bu durum, tipik olarak bir değişkenin beklenen değerine eşit olduğu ve tesadüfi hata teriminin yanlış ve göz ardı edilen durumları temsil ettiği varsayımıyla modellenir⁴⁵.

Teoride ekonomik birimlerin sahip oldukları bütün bilgileri eksiksiz uygulayacağını varsayar. Karar birimleri sürekli olarak uygulamaya konulacak hükümet politikalarını izlerler ve sonuçlarını tahmin edebilme durumundadırlar. Ayrıca ekonomik bireyler ileriye dönük beklentilerinde sürekli ve sistematik yanlış yapmazlar. Bu durumda hükümet politikalarının değişmesi bireylerinde kararlarında

⁴⁴ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.19.

⁴⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Rational_expectations (24.08.2007)

ve geleceğe dönük planlarında değişiklik yapmaya götürür. Karar alıcıların uyum sağlaması süreklidir. Sonuçta bireyler açısından politika değişimlerinden etkilenmekte bir eşitlik söz konusudur, iktisat politikası yapıcılarının da ekonomik bireyleri her zaman aldatabilmeleri mümkün değildir. Beklenen değişimlerden çok beklenmeyen politika değişiklikleri ekonomiyi etkileyebilir. Fakat yine de belli bir zamanın sonunda beklentiler bu kez yeni duruma uyum sağlayacaklarından yeni politikanın etkileri de yine bireyler açısından eşit ve yansız konuma gelecektir⁴⁶.

Rasyonel Beklentiler Kuramı, adapte edilebilir beklentilere dayanan kuramlardaki yanlışlara karşılık ortaya atılmıştır. Adapte edilebilir beklentilere göre, ekonomik bir değişkenin gelecekteki beklenen değeri, o değişkenin geçmişteki değerlerine bağlıdır⁴⁷. Dolayısıyla, örneğin menkul kıymet borsasında yatırım yapan yatırımcılar, bir hisse senedinin geçmişteki değerlerinden yararlanarak, gelecekteki değerini hesaplayabilir ve bu yolla gelir elde edebilirler. Bu aynı zamanda, hisse senedi ve borsa analizinde kullanılan teknik analiz yaklaşımının da temelidir. Adapte edilebilir beklentiler yaklaşımı, her zaman geçerli olmayacaktır. Yatırımcılar, yatırım kararı verirken ilgili tüm bilgiyi rasyonel kullanamayabilirler. Özellikle, psikolojilerini etkileyen değişik faktörler nedeniyle, rasyonel davranış yerine sürü psikolojisiyle hareket edebilirler. Hatta hava durumu bile yatırımcı davranışları üzerinde etkili olabilmektedir⁴⁸.

Rasyonel Beklentiler Kuramı, bireylerin beklentilerini oluştururken tüm bilgiyi dikkate aldığı varsayımına sahip olması nedeniyle eleştirilmektedir. Dolayısıyla, beklentiler yanlış yönde oluşabilir ve beklenen değerlerden sapmalar sistematik olarak gerçekleşmeyebilir⁴⁹. Rasyonel Beklentiler Kuramı, Etkin Piyasalar Hipotezi'nin temelini oluşturmaktadır.

⁴⁶ Sarfati, Metin, Karabulut, Gökhan, Rasyonel Beklentiler Teorisi, **İktisat Dergisi**, Eylül 2004, Sayı:453, s.64

⁴⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Rational_expectations. (24.08.2007)

⁴⁸ Tufan, Ekrem ve Bahattin, Hamarat, Do Cloudy Days Affect Exchange Returns: Evidence from İstanbul Stock Exchange, **Journal of Naval Science**, January 2004, Vol:2, No:1, s.117.

<http://www.dho.edu.tr/ENSTITUNet/dergi/docs/fulltext.pdf> (08.07.2007)

⁴⁹ http://en.wikipedia.org/wiki/Rational_expectations (24.08.2007)

1.3.2. Rassal Yürüyüş Yöntemi ve Etkin Piyasalar Hipotezi

Yatırımcılar hisse senedi fiyatlarını belirlerken ilgili hisse senedinden sağlanacak nakit akışı ile maruz kalınacak riski dikkate alırlar. Değerlendirme yapılırken yatırımcıların mevcut ya da elde edilebilecek bütün bilgileri kullanmaları gerekir. Değerlendirmede kullanılan bilgi kümesi, mevcut bilinen bilgiler ile gelecek hakkındaki beklentilerden oluşmaktadır. Hangi şekilde olursa olsun hisse senedi fiyatının belirlenmesinde bilgi anahtar rol oynar ve etkin piyasalar kavramıyla ilgili konuların temelini oluşturur.

Etkin piyasa, menkul kıymetlerle ilgili mevcut her türlü bilginin anında ve tam olarak fiyatlara yansıdığı varsayılan piyasaya verilen addır. Etkin piyasa kavramı, yatırımcıların alım satım kararlarında fiyatlarla ilgili bütün bilgileri kullandıklarını varsayar ki bu olguya “etkin piyasalar varsayımı” adı verilir.⁵⁰

Etkin piyasalar varsayımına göre, gelişmiş bir sermaye piyasasında menkul değer fiyatlarının, menkul değerlerle ilgili her türlü bilgiyi yansıttığı varsayılmaktadır. Böyle bir piyasada menkul değer fiyatı, piyasaya aktarılmış bilgiler ışığında belirlenir. Eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise, herhangi bir andaki menkul değer fiyatı, hisse senedinin gerçek değerine eşit olmalıdır⁵¹.

Etkin Pazar sözü farklı anlamları ifade edebilir fakat temel olarak üç ayrı anlamı olduğu söylenebilir. Bunlar :

1. İşlemsel (faaliyet) etkinlik
2. Tahsisel etkinlik
3. Bilgisel etkinlik

Eğer bir piyasada alım satım sırasında aracı kurumlar tarafından uygulanan komisyon ve diğer maliyet unsurları tam rekabet koşulları içinde belirleniyorsa ve bu maliyetler olası en düşük oranlarda uygulanıyorsa piyasanın işlemsel olarak etkin olduğu söylenir.

Sermaye piyasalarının temel fonksiyonu kıt kaynakların en verimli şekilde kullanılmasına imkan verecek şekilde tahsis edilmesidir. Tahsisel etkinlik kavramı

⁵⁰ Dağlı, Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi, a.g.e., s.324

⁵¹ Bozkurt, Ünal, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1998, s.101

borç verenler ile borç alanlar arasındaki transfer ile ilgilidir. Fonksiyonlarını başarılı bir şekilde yerine getiren bir piyasada tahsisel etkinlik sağlanmışsa hisse senetlerinin fiyatları firmanın gerçek değerini yansıtır. Eğer hisse fiyatları firmaların gerçek değerlerini yansıtmıyorsa tahsisel etkinlik sağlanmamış demektir.

Eğer piyasada hissenin cari fiyatı o hisse ile ilgili bilinen her türlü uygun bilgiyi anında ve sapmasız olarak yansıtıyorsa piyasanın bilgisel etkinliği sağladığı söylenir. Beklenin üzerinde iyi yada kötü finansal tablolar açıklayacak şirketlerin bu bilgilerinin açıklanması öncesinde çok ciddi fiyat hareketleri oluşabilmektedir. İçeriden bilgi almanın önüne geçmek neredeyse imkansızdır. Bu da bilgisel etkinliğin sağlanmasını imkansız kılmaktadır.

Şu ana kadar piyasaların etkin olup olmadığı konusunda uygulamalı çalışmalar incelendiğinde genel olarak işlemsel ve tahsisel etkinliğin piyasalarda sağlandığı varsayımı yapılmış yada üstü kapalı olarak böyle olduğu kabul edilmiş ve daha çok bilgisel etkinliğin sağlanıp sağlanmadığı üzerinde yoğunlaşmıştır⁵².

Bu durumda, temel analiz yöntemlerinden yararlanarak, hisse senetlerinin gerçek değerlerini hesaplamaya ve piyasadaki düşük ya da yüksek değerlenmiş hisse senetlerini bulmaya çalışmanın hiçbir anlamı kalmamaktadır. Fiyatlar gerçek değeri yansıtacağına göre piyasada, yanlış fiyatlanmış hisse senedi bulunmayacaktır. Öte yandan, etkin piyasalar varsayımı altında, piyasaya yeni bilgiler geldikçe, fiyatların bu yeni bilgiler ışığında değişeceği kabul edilir. Diğer bir deyişle, etkin bir sermaye piyasasında, fiyat değişimleri tamamen rassal (tesadüfi) olur. Piyasaya gelen haberin niteliğine göre fiyatlarda olumlu veya olumsuz bir gelişme olması mümkündür ve herhangi bir yöndeki fiyat hareketi bir sonraki fiyat hareketini etkilemez. Bu yaklaşım benimsendiği takdirde, teknik analiz yöntemlerinin de geçerliliği kalmamaktadır. Zira rassal yürüyüş varsayımına göre, “fiyatların hafızasının olmadığı” kabul edilmekte, geçmiş verilerden yararlanılarak gelecek hakkında öngörülerde bulunulabileceği reddedilmektedir.⁵³

Modern portföy teorisi bize iyi bir şekilde portföyünü çeşitleyen bir yatırımcının yaklaşık olarak pazar portföyü kadar getiri elde edebileceğini söylemektedir. Diğer bir anlatımla endeks fona yatırım yapan bir yatırımcı pazarın

⁵² Erdinç, Yaşar, **Teknik Analiz ve Yatırımcı Sorgulamıyor**, Siyasal Kitabevi, 2004, s.43-44

⁵³ Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, a.g.e., s.225

ortalaması kadar getiri elde edecektir. Ancak bazı yatırımcılar pazarın getirisinin üzerinde yani normalin üzerinde getiri elde etmek isteyebilirler. Bu durumda farklı yöntemlere başvuracaklardır.

Yeni gelen bir bilgi, piyasa tarafından yorumlanır ve ortaya o mal veya hizmet için yeni fiyat ortaya çıkar. Yeni bilgi girişi hisse senedi fiyatlarını etkileyecektir. Etkin piyasalar hipotezine göre hisse senedi fiyatı, herkes tarafından ulaşılan bilgiyi yansıtır. Bu hipotezin sadece hisse senetleri piyasasında değil, tüm piyasalarda geçerli olduğu varsayılır.

Hipoteze göre piyasa etkinliği; fiyat uyarlamasının, yeni bilgi karşısında hangi hızda ve hangi doğrulukta gerçekleştiğine bağlıdır. Diğer bir ifadeyle piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Bu teoriye göre etkin bir piyasada bir yatırımcının anormal bir getiri sağlaması mümkün değildir.

Pazar ekonomilerinde, bu dağıtımın ideal olabilmesi için, piyasaya herhangi bir müdahalede bulunulmaması gereklidir. Bu elverişli ortamın sağlanabilmesi için gerekli önkoşullardan ikisi şunlardır;

1. Yatırımcılar, tüm bilgilere maliyetsiz ulaşabilmelidirler.
2. İşlem maliyetleri sıfır olmalıdır.

Günümüzde bu koşulların sağlanabildiği bir piyasanın varlığından söz etmek oldukça güçtür. Her yatırımcı, piyasa hakkında tüm bilgilere ulaşamaz ve yatırımcılar, yatırım kararı aldıktan sonra farklı oranlarda işlem maliyetine katlanmak durumundadırlar.

Piyasa etkinliğini üç bölüme ayırabiliriz. Bu etkinlik türlerinden ilki, faaliyet etkinliğidir (operational efficiency). Bu piyasada, fon ve arz talep edenler, minimum maliyette işlemlerini gerçekleştirirler. İkinci piyasa etkinlik türü ise kaynak dağıtım etkinliğidir (capital allocational efficiency). Bu piyasada kaynakların optimum dağıtımını hedeflenir. Üçüncü piyasa etkinlik türü ise fiyatların mevcut tüm bilgiyi yansıttığını kabul eden bilgi etkinliğidir (informational efficiency).

Etkin piyasalar hipotezindeki etkin kavramı bilgisel etkinliği ifade etmektedir. Hipotezin en önemli varsayımlarından biri herhangi bir yatırımcının herhangi bir

bilgiyi kullanarak normal üstü getiri sağlayamayacağıdır. Bunun nedeni fiyatların zaten tüm bilgiyi içermesidir⁵⁴.

Rassal yürüyüş teorisinin geçerli olması için sermaye piyasasının etkin olması gerekmektedir. Etkin bir sermaye piyasasının özellikleri ise aşağıdaki gibi sıralanabilir⁵⁵:

(i) Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve bunlardan hiçbiri piyasayı etkileyecek bir paya sahip değildir.

(ii) Menkul kıymetlerle ilgili bilgiler oldukça düşük bir maliyetle sağlanabilir. Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler piyasaya derhal yayılır.

(iii) Piyasalarda likidite yüksek, alım-satım giderleri düşüktür, böylece menkul kıymet fiyatları genel değişmelere kolayca uyum sağlayabilirler.

(iv) Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir ve düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

Rassal yürüyüş teorisi ve etkin piyasalar kavramı ile ilgili çok çeşitli araştırmalar yapılmakta, bu araştırmalarda piyasaların etkinliği üç farklı düzeyde değerlendirilmeye çalışılmaktadır.⁵⁶

a) Zayıf Formda Piyasa Etkinliği:

Piyasanın zayıf formda etkin olması durumunda, hisse senetleriyle ilgili geçmiş fiyat ve miktar verilerinden faydalanılarak, basitçe bir “satın al ve tut” politikasına göre daha fazla kar elde edilemeyeceği kabul edilmektedir.⁵⁷ Basit “satın al ve tut” politikası, tesadüfi olarak belli sayıda hisse senedinin belirlenmesi ve bunların satın alınarak en az bir faaliyet dönemi boyunca elden çıkartılmadan saklanması esasına dayanmaktadır. Şayet zayıf formda piyasa etkinliği geçerliyse, teknik analiz yöntemlerinin geçerliliğinin olmadığı, yatırımcıların bu yöntemlerden yararlanarak pazarın ortalama getirisinin üzerinde bir kazanç elde edemeyecekleri sonucu ortaya çıkacaktır. Hipotezin en düşük derecesi olan zayıf form piyasa etkinliğinde, yatırımcının geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üstünde getiri elde edemeyeceği varsayılır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzer

⁵⁴ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., ss.267-268

⁵⁵ Karaşin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, a.g.e., s.107

⁵⁶ Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, a.g.e., s.226

⁵⁷ Francis, Jack, Clark, **Investments: Analysis and Management**, 5th Edition, McGraw-Hill Book Company, 1991, ss.568-569

analizlerin hiçbir yararı yoktur⁵⁸. Bu varsayımın geçerliliğini test etmek için, günlük fiyat hareketleri ya da günlük getiri oranları gibi değişkenlerin oluşturduğu serilerin otokorelasyon taşımadığı, tesadüfi hareketler izledikleri gibi hipotezler, belirli anlamlılık derecelerinde araştırılmaktadır. Amerikan sermaye piyasaları için yapılan araştırmalar bu varsayımın geçerliliğini doğrulayıcı niteliktedir.

b)Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği:

Şayet piyasada hisse senetleri fiyatları, halka açıklanan tüm bilgileri yansıtacak şekilde oluşuyorsa, piyasada yarı kuvvetli formda etkinlik bulunduğundan söz edilebilir. Şayet halka hisse senetleri ile ilgili bir bilgi açıklandığında, fiyatlarda süratli ve açıklanan bilgiyi doğru değerlendiren bir ayarlama meydana geliyorsa söz konusu varsayım geçerlidir. Bu koşullar altında temel analiz yöntemleri işe yaramaz. Zira fiyatlar zaten temel analize girdi teşkil edebilecek bütün bilgileri yansıtacak düzeyde yani “gerçek değer”e eşit biçimde oluşacaklardır. Piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olması halinde ancak, içerden bilgi edinebilen bazı kişiler (insider traders) kısa dönemli fiyat hareketlerinden yararlanarak diğer yatırımcıların elde edebileceği ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etme imkanı bulabilirler. Temel analiz ve teknik analiz yöntemlerini kullananlar herhangi bir üstünlük sağlayamayacaklardır.⁵⁹

Kamuya duyurulmuş bütün mevcut bilgilerin bir bölümü de piyasa verilerinden oluştuğu için yarı kuvvetli formda piyasa etkinliğinin zayıf formda piyasa etkinliğini de kapsadığı gayet açıktır.⁶⁰

c) Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği:

Şayet piyasada hisse senetleri fiyatları halka açıklanan veya açıklanmayan tüm bilgileri yansıtacak şekilde oluşuyorsa piyasanın kuvvetli formda etkin olduğundan söz edilebilir. Bu durumda, içerden bilgi edinenlerin dahi, sürekli olarak Pazar getirisinin üzerinde kazanç sağlamaları mümkün değildir. Yapılan araştırmalar, bu varsayımın da bir yere kadar geçerlilik taşıdığını, ancak borsa uzmanlarının ya da

⁵⁸ Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, a.g.e., s269

⁵⁹ Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, a.g.e., s226

⁶⁰ Dağlı, *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, a.g.e., s.329

içerden bilgi edinenlerin zaman zaman bu kuramı geçersiz kılabilecek getiriler elde edebildiklerini göstermektedir.

Zayıf formda etkin, yarı güçlü formda etkin ve güçlü formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, zayıf formda da etkin olması gerekmektedir, çünkü tüm fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının yararlanabileceği şekilde tahmin edilebilir olmalıdır. Buna benzer şekilde, piyasanın güçlü formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde fiyat ile ilgili tüm bilgileri içermez⁶¹.

Çok basit ve öz bir anlatımla; borsadaki bütün yatırımcılara bir bilgi aynı anda ulaşıyorsa ve tüm şirketler hakkında bütün bilgiler pazardaki yatırımcılar tarafından biliniyorsa söz konusu pazarın etkin olduğu vurgulanır. Bir pazar etkin ise; bilgi her yatırımcıya ulaştığı için ve fiyatlara anında yansıdığı için hiçbir yatırımcının sürekli olarak borsadan kazanç sağlayamaması gerekir⁶².

Sonuç olarak, etkin pazarlar teorisini savunanlara göre hiçbir yatırımcının pazarı yenme şansı yoktur. Hisse senetleri fiyatları uzun dönemde belirli eğilimler taşısalar bile, kısa dönemli fiyat hareketleri rassal oluşmaktadır. Bu durumda, yatırımcıların yapabileceği en iyi şey, herbirinin fiyatı gerçek değerini yansıtan hisse senetleri arasında basit çeşitlendirmeye giderek riski azaltmaya çalışmak ve “satın al ve tut” politikasıyla uzun dönemde kar elde etmeye çalışmaktır⁶³.

Menkul kıymet analizlerinde Etkin Pazar Kuramı, ekonomi ve finans çevrelerinde yaygın olarak kabul görmüştür. Günümüzde halen geçerliliğini büyük ölçüde devam ettirmektedir⁶⁴.

1.3.2.1. Anomaliler⁶⁵

Eugene Fama'nın ortaya koyduğu etkin piyasalar hipotezinin varsayımına göre hiçbir yatırımcı normal üstü getiri sağlayamaz. Ancak etkin piyasalar hipotezinin ortaya koyduğu bu varsayım ile çelişen ampirik bulgulara rastlanmıştır. Hipotez ile

⁶¹ Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, a.g.e., s.269

⁶² Erdiç, *Teknik Analiz ve Yatırımcı Sorgulanıyor*, a.g.e., s.45

⁶³ Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, a.g.e., s.227

⁶⁴ Döm, Serpil, *Yatırımcı Psikolojisi “İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma”*, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s.2

⁶⁵ Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, a.g.e., ss.276-295

bağdaşmayan bu bulgulara normalden sapma anlamına gelen Türkçe’de de kabul görmüş olan anomali terimi kullanılmaktadır.

Etkin piyasalar hipotezinden sapmaları bilimsel olarak açıklamak amacıyla, bir çok çalışmada, farklı anomaliler, farklı ampirik bulgulara dayandırılarak ortaya konulmaya çalışılmıştır. Etkin piyasalar hipotezindeki anomalileri şu başlıklar altında toplayabiliriz:

1.3.2.1.1. Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi :

Şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerinin, sadece fiyatlarının düşük olması nedeniyle diğer şirket hisse senetlerinden daha fazla getiriye sahip olacağını açıklamaya çalışmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar, yatırımcıların düşük fiyatlı hisse senetlerine yatırım yaparak normal üstü getiri sağlayabildikleri ortaya konulmuştur.

1.3.2.1.2. Fiyat/Kazanç Oranı Anomalisi :

Bu anomalilerden belki de en tanınmış anomalidir. Basu, Reinganum ve bazı bilim adamları düşük değere sahip hisse senetlerinin yüksek oranda getiri sağlayacağını öne süren bu görüşü destekleyen birtakım bilimsel sonuçlar elde etmişlerdir. Basu ayrıca Jansen, Sharp ve Treynor’un ölçütlerini kullanarak risk ve getiriye göre portföy performansları değerlendirilmiştir. Araştırmanın sonucunda düşük fiyat/kazanç oranına sahip portföylere yapılan yatırımların normalin üzerinde getiri sağladıkları görülmüştür.

1.3.2.1.3. Fiyat/Satış Oranı Anomalisi:

Senchack ve Martin’e (1987) göre satış/fiyat oranı, getiriler için fiyat/getiri oranından daha iyi bir göstergedir. Burada vurgulanan yatırımcılar fiyat satış oranını dikkate alarak hisse senetlerinden aşırı getiri sağlayabilirler. Ampirik çalışmaların sonucunda bu durum ispatlanmaya çalışılmış ve sonuçta etkin piyasalar hipotezi ile uyuşmayan sonuçlara varılmıştır.

Fiyat/satış oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının son 12 aylık hisse başına net satışı değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu oran da F/K oranı gibi muhasebe

verilerinden kolayca hesaplanabilmekte ve benzer şekilde portföy stratejileri oluşturmakta kullanılabilmektedir.

1.3.2.1.4. Pazar Değeri/Defter Değeri Anomalisi :

Yatırımcıların, defter değeri-piyasa fiyatı olan firmaların hisse senetlerine yatırım yaparak normal-üstü getiri sağladığı, Rosenberg, Reid ve Lanstein'in (1985) yazdıkları makalede ortaya çıkmıştır.

Pazar değeri/defter değeri oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına özsermaye değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Ampirik çalışmalarda düşük P/D oranına sahip hisse senetlerine yatırımı yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edileceği belirlenmiştir.

1.3.2.1.5. Haftanın Günleri Etkisi :

Son yıllarda ABD, Avrupa ve Uzakdoğu piyasaları üzerinde yapılan bilimsel araştırmalarda haftanın bazı günlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde pozitif ya da negatif getiri sağladıkları saptanmıştır. Yapılan çalışmaların çoğunda en çok dikkati çeken gün pazartesi olmuştur. Cross (1973) ve French (1980) ilk defa S&P karma endeksini kullanarak Pazartesi kapanış fiyatlarının Cuma kapanış fiyatından daha düşük olduğu ve Pazartesi getirilerinin genelde negatif olduklarını bulmuşlardır.

1.3.2.1.6. Ocak Ayı Anomalisi :

Ocak ayı anomalisi hisse senetlerinin ocak aylarından yılın diğer aylarından daha yüksek bir getiri sağlamasını açıklamaya çalışan bir anomalidir. Yatırımcılar, yatırımlarını ocak ayında yaparak, diğer aylara oranla daha fazla getiri sağlayabilirler.

Rozef ve Kinney (1976) tarafından yapılan bir araştırmada, yatırımcıların Ocak ayında normal-üstü getiri sağlayabilecekleri ifade edilmiştir. Çalışmalarında Ocak ayı getirisini %3,5, diğer ayların getirilerini %0,5 olarak hesaplamışlardır.

Ocak ayı anomalisinin muhtemel nedenleri, yatırımcıların yılın son ayında vergiden kaçınma amacıyla satış yapmaları ve bu avantajdan yararlandıktan sonra yeni yılın ilk ayında tekrar alışı geçmeleri olarak gösterilebilir. Diğer bir neden ise, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcıların yıl sonu bilançosunu

daha iyi göstermek amacıyla yıl içinde portföylerine dahil ettikleri ve kötü performans sergileyen hisse senetlerini Aralık ayında portföylerinden çıkarmalarıdır. Ocak ayında kurumsal yatırımcılar boşalan portföylerini doldurmak amacıyla yaptıkları alımlarla endekste yükselmeye sebep olabilirler. Yapılan çalışmalar Ocak ayı anomalisinin küçük firmalardan kaynaklandığı yönündedir.

1.3.2.1.7. Ay İçi Anomalisi :

İlk kez Ariel (1987) ortaya atılan bu teze göre ayın ilk yarısının ortalama getirisi, ikinci yarıdan daha yüksek bir getiriye sahip olduğu savunulmuştur. Böylelikle yatırımcı ayın ilk yarısında yatırım yaparak normal üstü getiri sağlayabilir. Bu durumun olası nedeni ücret ödemelerinin, ayların ilk yarısında gerçekleşmesi ve dolayısıyla piyasaya nakit girişi olmasından kaynaklanmaktadır. Bu duruma ay içi anomalisi denilmektedir.

1.3.2.1.8. Tatil Öncesi Anomalisi :

Hisse senetlerinin tatil öncesi getirileri, çeşitli araştırmalarda normal iş günü getirileri ile karşılaştırılmıştır. Ariel (1990) tatil öncesi getirilerin, normal iş günlerine oranla daha yüksek getiri sağladığını tespit etmiştir. Çalışmasında, normal-üstü getirilerin yüksek olduğu günün, tatilden bir gün önceki işlem gününde gerçekleştiğini gözlemlemiştir.

1.3.2.1.9. İş Döngüsü Anomalisi :

Genel kaniya göre iş dünyasındaki canlılık hisse senetleri endekslerini de canlandırır. Böylelikle ekonominin canlı olduğu dönemde yatırım yaparak normal üstü getiri sağlayabilir. Ancak ekonomide durugunluk olmadığı zamanlarda bile endeksler düşme eğilimde olabilirler.

1.3.2.1.10. Firma Büyüklüğü Anomalisi :

Banz (1981) analizinin çeşitli dönemlerinde, büyük ölçekli firma grubunun iyi performans göstermesine rağmen, tüm dönemler dikkate alındığında, küçük ölçekli firmaların performansının daha iyi olduğunu belirtmiştir. Buna göre yatırımcı küçük piyasa değerli firmalara yatırım yaparak, yüksek getiri sağlayabileceğini ifade ederek,

bu durumun etkin piyasa hipotezinden bir sapma olduğunu savunmuştur. Küçük ölçekli firmaların risklerinin yüksek olduğu, dolayısıyla getirilerinde yüksek çıkmasının sapma olarak değerlendirilemeyeceği belirtilmiştir. Bu eleştiriler üzerine yapılan çalışmalarda risk uyarlanmış veriler ile getiriler karşılaştırılmış, küçük ölçekli firmaların getirilerinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Küçük değerli firmalar genellikle yüksek değerli firmalara göre daha yüksek kazanç sağlamaktadırlar.

1.3.2.1.11. İhmal Edilmiş Firma Anomalisi :

Piyasalarda bazı hisse senetleri daha dikkat çekici bazıları ise dikkatten uzak kalmıştır. Yatırımcılar, dikkatten uzak kalan, ihmal edilmiş hisse senetlerine yatırım yaparak normal üstü getiri sağladığı çeşitli ampirik çalışmada ortaya konulmuştur. Bu anomalinin olası nedeni olarak Bauman (1964), dikkatten uzak kalmış firmaların senetlerinin düşük değerlemeden kaynaklanabileceğini ifade etmiştir. Bu durum, etkin piyasalar hipotezinden bir sapma olarak kabul edilebilir.

1.3.2.1.12. Sürpriz Kazanç Etkisi :

Araştırmalara göre firmaların beklenenden daha yüksek kazanç sağlaması, onların hisse senetlerinin fiyatlarının ciddi bir biçimde artmasına yol açtığı belirlenmiştir.

1.3.2.1.13. Hisse Senedi Bölünmesi veya Bedelsiz Hisse Etkisi :

Batı ülkelerinde fiyatları yükselen hisse senetlerinin hisse bölünmesi ya da bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle firmanın toplam değeri düşmeden hisse senetleri fiyatlarının ucuzlatılmasının olumlu etkilerinin olduğu saptanmıştır. Genellikle fiyatı ucuzlayan senede talep artmakta ve kısa zaman içinde hisse senedinin fiyatı önemli ölçüde yükselmektedir.

1.3.2.1.14. Yeni Şirketler Anomalisi (İlk Halka arzda Ucuz Fiyat Etkisi) :

1970'lerden itibaren araştırmacıların dikkatini çeken konulardan biri de hisse senedi borsalarının ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performanslarının ölçülmesidir. Bu konuda yapılan araştırmalarda ortaya çıkan en ilginç sonuç özellikle kısa vadede bir hisse senedi halka arz edildikten sonra yatırımcılarına normalin

üzerinde getiri sağlamasıdır. Bu duruma “Ucuz Fiyat Anomalisi” adı verilmektedir.

Etkin piyasalar hipotezine göre böyle bir durumun söz konusu olmaması gerekirken, bir çok gelişmiş ülke borsalarında araştırmacılar ilk halka arzdan sonra hisse senetlerinde ortaya çıkan normalin üzerindeki getirilerin varlığını tartışmaya başladılar. Bu olgu literatürde o hisse senedinin olması gerekenden daha ucuz bir fiyatla fiyatlanmasından kaynaklandığı şeklinde açıklanmaktadır. Ucuz fiyatlamamanın nedenleri konusunda da çeşitli hipotezler ortaya atılmıştır.

1.3.2.1.15. Uzmanların Tahminleri :

Hisse senedi piyasalarında tasarruflarını değerlendirmeye çalışan, ve kendi olanaklarına göre spekülasyon yapmaya çalışan yatırımcıların çoğu bilgilerinin kısıtlı olması, temel ve teknik analiz yapma imkanlarının olmaması nedeni ile çeşitli uzmanların görüşlerinden yararlanmaktadırlar. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında yatırımcılara bu tür hizmetleri veren profesyonel uzmanlaşmış kurumlar, yatırım danışmanlık şirketleri ve bazı saygın yayın kuruluşlarının periyodik olarak tavsiyelerde bulunan uzmanları vardır. Şüphesiz bunların dışında uzman görüşlerini yansıtmayan, ancak piyasadaki dedikodulara dayanan tavsiyeler de yatırımcıların yatırım kararlarını etkilediği bilinmektedir. Hatta uzman görüşlerinin ve piyasa söylentilerinin tavsiye edilen hisse senetlerine olan talebi arttırdığı, dolayısıyla o hisse senedinin getirisinin yükselmesine neden olduğu öne sürülmektedir⁶⁶.

Yukarıda bahsedilen, piyasa anomalileri olarak adlandırılabilen piyasa etkinliğine karşı ortaya çıkan farklı oluşumlar yatırımcılar tarafından ilgiyle izlenmektedir. Söz konusu bu anomaliler yakından izlenerek kazanç elde edilmesi mümkün olabilir.⁶⁷

1.3.3. Modern Portföy Teorisi

Portföy teorisi Harry Markowitz tarafından finansal varlıkların yönetiminde kullanılmak üzere geliştirilmiş bir teoridir.⁶⁸

⁶⁶ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., ss.276-295

⁶⁷ Dağlı, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, a.g.e., s.331-332

⁶⁸ Türko, **Finansal Yönetim**, a.g.e., s.423

Haziran 1952’de finans alanının önde gelen akademik dergisi “Journal of Finance”de “Portföy Seçimi” başlığı altında 14 sayfalık bir makale yayınlandı. Yazarı Chicago üniversitesi lisans üstü öğrencilerinden, henüz kimsenin tanımadığı, 25 yaşındaki Harry Markowitz idi. Makale birçok açıdan son derece yenilikçi idi ve nihayetinde hem teori, hem de uygulama açısından öylesine büyük bir etki yarattı ki Markowitz’e 1990 yılında Ekonomi Bilimi’nde Nobel Ödülü getirdi.

1990’larda gayet sıradan olsa da, 1952 yılında, hatta Markowitz’in makalesinin yayınlanmasından 20 yılı aşkın bir süre sonra bile, bu kavram kimsenin pek ilgisini çekmemişti. O günlerde bir menkul değer performansı, yatırımcıya ne kazandırdığı veya kaybettirdiğiyle ölçülüyordu. 1973-1974 kriziyle birlikte yalnızca boğa piyasalarının yıldızlaşan oyuncularını olduğunu fark eden yatırımcılar, artık getiri oranı kadar riskle de ilgilenmeleri gerektiğini anlamışlardı.⁶⁹

Buraya kadar olan bölümde, riskli birer yatırım olan finansal varlık yatırımları teker teker ele alınmış, herhangi bir finansal varlığa yatırım yaparken hangi kriterlere göre karar verilebileceği incelenmeye çalışılmıştır. Riskli yatırımların teker teker değil de bir arada ele alınıp incelenmesine ve bu şekilde yatırımlar arasındaki karşılıklı etkileşimlerin dikkate alınmasına ise portföy yaklaşımı adı verilir.

Herhangi bir yatırımcı tüm servetini tek bir finansal varlığa yatırdığında, beklenmedik olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve yatırımın zararlı sonuçlanması halinde bütün servetini yitirebilecektir. Oysa birden fazla finansal varlığa yatırım yapıldığında, tüm yatırımların olumsuz sonuçlanması ve tüm servetin yitilmesi çok küçük bir ihtimal haline gelmektedir. Yatırımcı, yaptığı yatırımların bir veya birkaçında zarara uğrasa bile muhtemelen diğer yatırımları olumlu sonuç verecek ve büyük zarara uğramaktan kurtulacaktır.

Genel olarak her türlü riskli projenin değerlendirilmesi için kullanılabilmesini söylediğimiz portföy yaklaşımının esas uygulama alanı, finansal varlıkların yönetimidir. Öte yandan, portföy yaklaşımı yatırım ömrünün tek dönemle sınırlı olduğu varsayımı altında geliştirilmiştir. Yatırım dönemi bir gün, bir hafta, bir ay, bir yıl, hatta daha fazla olabilir. Dönem sonunda yeni bir analiz yapıp yatırımların gözden geçirilmesi gerekecektir. Diğer bir deyişle, yatırımcı için finansal varlığın

⁶⁹ Bernstein, Peter L., **Tanrılara Karşı: Riskin Olağanüstü Tarihi**, Çeviren Canan Feyyat, Scala Yayıncılık, 2006, ss.280-282

uzun bir zaman süresi içinde her dönem sağlayacağı getiriden ziyade, tek bir dönem içinde sağlayacağı getiri önem taşımakta, dönem sonunda yeni bir analiz yapılması gerekmektedir. Bu yaklaşım uzun vadeli servet maksimizasyonu amacına ters düşmektedir⁷⁰.

1.3.3.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)⁷¹

1960’larda Markowitz tarafından ortaya konan portföy teorisi Sharpe, Lintner ve Tobin gibi bilim adamları tarafından geliştirilmiş ve bir varlığın riski ve getirisi birbirleri ile ilişkileri daha kapsamlı bir bilimsel tabana oturtulmuştur. Bu teori literatürde “Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)” olarak adlandırılmaktadır. CAPM yatırım yapmayı planladığımız menkul değerlerin sahip olduğu riske uygun bir getiri verip vermediğini araştırmakta, hatta henüz pazarda işlem yapmaya başlamamış bir varlığın vermesi gereken bir getiriyi açıklayan teorik bir çerçeve sağlamaktadır.⁷²

Bu yaklaşım varlıkların nasıl fiyatlandırıldığını görmek için bir model oluşturulması üzerine kurulmuştur. Bu prensiplere göre oluşturulan CAPM’in varsayımları şunlardır⁷³:

- 1) Yatırımcılar portföylerini bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirirler.
- 2) Yatırımcılar daima daha yüksek getiri beklerler. Beklenen getirileri hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek beklenen getirili olanı seçerler.
- 3) Yatırımcılar riskten kaçarlar. Standart sapmaları hariç her şeyi aynı olan iki portföyden düşük standart sapmalı olanı seçerler.
- 4) Bireysel varlıklar sonsuz bölünebilir yani eğer yatırımcı çok isterse bir payın küçük bir yüzdesini bile satın alabilir.
- 5) Yatırımcının hem ödünç verebileceği hem de borç alabileceği bir risksiz oran vardır.
- 6) Vergiler ve işlem maliyetleri konu dışıdır.

⁷⁰ Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, a.g.e., ss.229-230

⁷¹ Bu modelin literatürde geçen diğer adları “Menkul Varlık Fiyatlandırma Modeli” ve “Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli”dir.

⁷² Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., s.195

⁷³ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., ss.195-196

7) Bütün yatırımcıların aynı ve bir dönemlik yatırım ufukları vardır.

8) Risksiz oran bütün yatırımcılar için aynıdır.

9) Bilgi bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir şekildedir.

10) Yatırımcıların beklentileri homojendir yani; menkul kıymetlerin beklenen getirilerini, standart sapmalarını ve kovaryanslarını anlama yetenekleri aynıdır.

Yukarıda sıralanan varsayımların pek çoğunun gerçekçi olmadığı gayet açık bir konudur. Ancak burada önemli olan konu varsayımların gerçekçiliği değil risk ile getiri arasında uygun bir denge oluşturmaktır.⁷⁴

1.3.3.2 Faktör Modelleri⁷⁵

Markowitz yaklaşımında yatırımcı çok sayıda menkul kıymetin standart sapması, beklenen getirisi ve bu menkul değerlerin aralarındaki kovaryansları hesaplamak zorundadır. Bu hesaplamalar sonucunda elde edeceği portföylerden oluşan yatırım seti içinden en yüksek getiri ve en düşük riske sahip portföyler arasından etkin sınırı hesaplayarak en iyi yatırım seçeneğini hesaplamaya çalışacaktır. Eğer risksiz oranda borç alma ve verme olanağı varsa, bu kez de risk tercihlerini dikkate alarak pazar portföyü ile risksiz menkul kıymet seçeneklerine göre portföyünün yapısını oluşturmak durumundadır.,

Bu modelde en önemli koşul pazar endeksi ile hisse senedi getirileri arasındaki korelasyonun varlığıdır. Pazar endeksi ile diğer hisse senetleri arasındaki yüksek korelasyona dayanılarak tüm hisse senedi getirilerini açıklamada kullanılacak genel bir model elde edilmeye çalışılmıştır.

Tüm faktör modellerinin genel yapısı, menkul kıymetlerin getirilerini açıklayacak bir bağımsız değişkene dayanmaktadır. Genel varsayım menkul kıymet getirileri ile bu bağımsız değişken arasında yüksek düzeyde korelasyon olmasıdır. Gerçekte menkul kıymet getirilerini açıklayabilen birden fazla değişkenin varlığı da söz konusu olabilir. Bu taktirde modelimiz çoklu faktör modeli olacaktır.

Sonuç itibariyle, faktör modelleri portföy yönetiminin en önemli araçlarından biri olup, Markowitz analizleri için gerekli olan, beklenen getiri, varyans ve

⁷⁴ Dağlı, *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, a.g.e., s.386

⁷⁵ Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, a.g.e., ss.221-232

kovaryans bilgilerini içerdiği gibi, portföyün bazı faktörlere duyarlılığını ortaya koymaktadır.

1.3.3.2.1. Tek-Faktör Modelleri

Tek faktörlü modeller menkul kıymetlerin getirilerini tek bir faktöre bağlı olarak açıklamaya çalışmaktadırlar. Bu tür modeller hisse senedi getirilerini Pazar endeksi ile açıklamaya çalışan Pazar modeline benzemekte, ancak açıklayıcı faktör olarak yalnız pazar endeksini değil, farklı makro ekonomik değişkenleri de kullanılmaktadırlar. Gayri safi milli hasıla, enflasyon oranı, pazar faiz oranı veya sanayi endeksleri modelin açıklayıcı faktörü olarak kullanılmaktadır.

1.3.3.2.2. Faktör Modellerinin Yararları

Faktör modellerinin Markowitz modeline göre en önemli özelliği basit olmalarıdır. Tüm menkul değerlerin getirilerinin, bir tek ortak faktöre dayandığı varsayımı, Markowitz modeline göre ona önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Tek faktörlü modelin ikinci yararı da çeşitleme yapmaya olanak sağlamasıdır. Pazar modelinde kullanılan pazar riski ve firma riski kavramları da bu modelde küçük bir değişiklik ile kullanabilmemiz mümkündür. Faktör modelinde bu terimlerin ismi faktör riski ile faktörden kaynaklanmayan riskler olarak değişmiştir.

1.3.3.2.3. İki veya Çok Faktörlü Modeller

Şimdiye kadar hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen tek bir faktör üzerinde durulmuştur. Ancak gerçekte hisse senetlerinin fiyatları çeşitli makro ekonomik faktörler tarafından etkilenmektedir. Örneğin Chen, Roll ve Ross tarafından yapılan bir araştırmada aşağıda verilen 4 faktörün hisse senedi fiyatları üzerinde etkileri olduğu saptanmıştır.

1. Enflasyonda ortaya çıkan beklenmedik değişim
2. Sanayi üretiminde ortaya çıkan beklenmedik değişim
3. Yüksek ve düşük dereceli tahvillerin getiri farkları arasında ortaya çıkan beklenmedik değişim
4. Faiz oranlarının vade yapısı eğrisinin eğiminde ortaya çıkan beklenmedik değişim.

Bu faktörleri daha da arttırmak mümkündür. Milli gelirdeki değişim, petrol fiyatları veya dış ticaret dengesi gibi faktörlerinde hisse senetleri üzerinde etkileri görülmektedir. Bu bölümde iki faktörlü ve daha sonra çok faktörlü modeller açıklanacaktır.

1.3.3.2.3.1. İki Faktörlü Model

İki faktörlü modellerin bir faktörlü modelden farkı hisse senedi getirilerinde ortaya çıkan değişimin iki ayrı faktörden kaynaklandığı varsayımı üzerine kurulmasıdır. Böylece hisse senetlerinin iki ayrı duyarlılık katsayısı olacaktır. Bunlardan biri ilk faktöre olan duyarlılığı göstermektedir. Modelin açıklayamadığı değişimler de hata faktörü ile gösterilmektedir. Bu modelin faydaları şöyle sıralanabilir:

1. Çeşitlilik, faktör riskin ortalama bir değer olmasına yol açmaktadır.
2. Çeşitlilik, faktörden kaynaklanmayan riski azaltır.
3. İyi çeşitlenmiş portföylerde, faktörden kaynaklanmayan risk küçülür.

1.3.3.2.3.2. Çoklu Faktör Modelleri

Hisse senetlerinin getirilerinin ikiden fazla faktörden etkilendiği düşünülürse, modele üç veya daha fazla faktör ilave edilebilir. Faktör sayısının artması modelin temel mantığını değiştirmeyecektir.⁷⁶

1.3.3.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT)

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), yatırımcıların portföy seçenekleri arasından optimal olanını seçerken, her portföyün getirir ve risklerini göz önünde bulundurduklarını ve kendilerini belirli bir risk düzeyinde en çok getiriye sağlayan portföyü seçtikleri varsayımını temel alır. Varsayım olası olmayabilir ve ayrıca seçimde esas alınan risk ve getiri kavramları da yatırımcıdan yatırımcıya değişiklik gösterebilirdi. Örneğin; portföy getirileri, portföyde yer alan finansal

⁷⁶ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., ss.221-232

varlıkların vergi öncesi veya vergi sonrası getirilerine göre hesaplandığında farklı değerler elde edilebilmesi gibi⁷⁷.

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'nin sınanması sırasında karşılaşılan güçlükler, modelin çeşitli yetersizlikleri ve sonuçta da Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'nin kendisinin sınanabilir olup olmadığı konusu, araştırmacıları, yeni modeller aramaya doğru yöneltmiştir.

Ross tarafından 1970'lerde geliştirilen ve yine ilk kez 1976 yılında Stephen A. Ross tarafından formüle edilip yayınlanan Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), alternatif modeller içinde en çok tartışılanıdır. Ross'un formülasyonu Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne göre daha az sınırlayıcı özellik taşımaktadır. Hem tek dönemli (single-period) hem de çok dönemli (multi-period) örneklemelere uygulanabilir.

Yatırımcılar ve portföy yöneticilerinin kullandığı araçlar arasında Arbitraj Fiyatlama Teorisi olarak adlandırılan model, ekonomik temele dayalı bir modeldir. Arbitraj Fiyatlama Teorisi modeli, ödenmeme riski, faiz oranı riski, Pazar riski, satın alma gücü riski, yönetim riski ve belirli bir varlığı değerlendirmeye ilgili olabilen diğer risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasını kullanan bir risk-getiri ilişkisidir. Arbitraj Fiyatlama Teorisi, ilgili risk faktörlerinin bir varlığın bugünkü değerini bulmada uygun olan getiri oranının nasıl belirleneceğini gösteren bir modeldir.⁷⁸

Arbitraj Fiyatlama Modelinde (Arbitrage Pricing Model-APM), menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki faktörler tarafından oluşturulduğu ve getiri ile risk arasında pozitif ilişkinin varlığı kabul edilir. Bu faktörler GSMH, enflasyon, para arzı, faiz gibi değişkenlerdir. Menkul kıymetsayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, ama sistematik risk değişmeyecektir. Menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken faktörlere göre menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplamı olarak ifade edilmektedir⁷⁹.

Arbitraj Fiyatlama Teorisinin temelinde, finansal varlıkların uzun vadeli ortalama getirilerini etkileyen önemli sistematik faktörlerin tanınması yer alır. AFT, tek tek pay senetleri ve tahvillerin günlük fiyat değişmelerini etkileyen sayısız faktörleri önemsiz saymamakta, ancak büyük portföylerdeki varlıkların toplamını

⁷⁷ Akmut, Özdemir, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara, 1989, s.174

⁷⁸ http://www.gencbilim.com/dosyalar/sislisavciligi/gencbilim_pazarlama_76.zip (01.09.2007)

⁷⁹ Atan, Murat, Boztosun, Derviş, Kayacan, Murad, "Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi", **9. Ulusal Finans Sempozyumu**, 29-30 Eylül 2005

etkileyen önemli faktörlere daha çok yer vermektedir. Bu faktörleri tanıyarak, portföy getirileri üzerine sezgisel değerlendirmeler yapılabilir. Burada ulaşılmaması gereken en son amaç, portföy yapılandırma ve değerlendirmenin daha iyi anlaşılır bir düzeyini elde etmek ve böylece tüm portföy tasarımı ve performansını iyileştirmektir⁸⁰

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeline alternatif bir model olarak Ross tarafından geliştirilmiş olup, CAPM'e göre daha karmaşık bir modeldir. Arbitraj Fiyatlama Teorisi doğrusal bir modele dayanmakta olup, bir yatırımın getirisinin birden çok faktöre dayandığını varsaymaktadır. CAPM'den daha genel bir model olan ve daha az varsayıma dayanan Arbitraj Fiyatlama Teorisi, pazarın dengede olması ve yatırımcıların tercihleri konularında bir kısıtlama içermemektedir. Diğer taraftan arbitraj davranışlarının, yatırımcıların risksiz getiri elde etmeleri gibi, pazarları dengeye doğru yönettiklerini öne sürmektedir⁸¹.

1.3.4. Beklenen Yarar Hipotezi⁸²

İnsanların akılcı (rasyonel) olduğunu varsayan diğer bir kuram da yarar kuramıdır. Ekonomide bir kişinin belirsizlik ortamında elde edeceği yarar; olası her bir durumun yararının göz önüne alınması ve kişinin her bir durumun olasılığını tahmin etmesi ve buna dayanarak ağırlıklı ortalamanın hesaplanmasıyla bulunur⁸³.

Beklenen Yarar Hipotezi'ne göre yatırımcılar (karar alıcılar), riskli ya da belirsizlik taşıyan fırsatları (beklentileri), onlardan beklenen yararları karşılaştırarak seçerler⁸⁴. Risk ve belirsizlik arasındaki fark, riskin olasılık taşıması, belirsizliğin ise olasılığa sahip olmaması durumudur. Bu bağlamda, Beklenen Yarar Hipotezi, von Neumann ve Morgenstern adlı iki araştırmacı tarafından yayınlanan Theory of Games and Economic Behavior⁸⁵ adlı eserde formülize edilmiştir⁸⁶. Buna göre; yarar fonksiyonu $u: X \rightarrow R$ ile ifade edilmektedir. Fonksiyon; basit yada bileşik çekişlerin

⁸⁰ Roll, Richard, Ross, Stephan, A., "The Arbitrage Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", **Financial Analyst Journal**, Vol:40, May-June 1984, s.15, Atan ve diğerleri, a.g.e.'den

⁸¹ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., s.247

⁸² Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., ss. 15-16

⁸³ <http://economics.about.com/library/glossary/bldef-expected-utility-hypothesis.htm> 15.09.2007

⁸⁴ Mongin, Philippe, **Expected Utility Theory**, Handbook of Economic Methodology, London, Edward Elgar, 1997, ss. 342-350

⁸⁵ Neumann, John, von, Oskar, Morgenstern, **Theory of Games and Economic Behavior**, Princeton University Press. 1944

⁸⁶ <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/neumann.htm> (25.08.2007)

(piyangoların) her ikisinde de kişinin tercihlerini içeren ve sonuç uzayında yer alan elementi gerçek rakamlarla göstermektedir. Sınıflandırılacak olunursa teorik olarak u; belirsizlik ve gerçekler altında oluşan tercih kategorileri arasında dönüşüme neden olur. Herhangi bir çekilişte kişi, eğer L1'in beklenen yararı L2'nin beklenen yararından daha büyükse, L1'i tercih edecektir. Aynı bir seçim yapısıyla sınırlandırdığımızda $L:X \rightarrow [0,1]$ basit bir çekiliş olacak ve $L(x_i)=p_i$ ile ifade edilecektir. Formülde, p_i olasılığı, x_i ise kazanma şansını göstermektedir. Beklenen yarar hipotezi, kişinin basit çelişkilerin sağladığı bütünlük, geçişkenlik, dışbükeylik/devamlılık ve bağımsızlık tatminlerinde tercih ilişkisi \geq ise von Neumann-Morgenstern yarar fonksiyonunun varlığını kabul eder. Bütünlük ve geçişkenlik yukarıda tartışılmıştır. Dışbükeylik/devamlılık (Archimedean beklentisi de denilmektedir) beklentisi, $0 \leq p \leq 1$ olmak kaydıyla basit çekilişler için $L1 \geq L2 \geq L3$ olduğunu ifade etmektedir. Burada kişi, L2 ile L1 ve L3'ün karışımından oluşan bileşik çekiliş karşısında kayıtsızdır. Formülde, p ve (1-p) olasılığı ifade etmektedir. Bağımsızlığın anlamı ise, kişinin L1 ve L2 basit çekilişleri arasında kayıtsız olmasıdır. Kişi aynı zamanda, L1'in keyfe göre seçilmiş p olasılık değerli L3'le olan karışımı ve L2'nin L3'le p olasılığında karışımı karşısında kayıtsızdır.

Beklenen fayda teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanır⁸⁷ :

1) İnsanlar bir belirsizlik durumu ile karşılaştıklarında, bu durumun gerçekleşmesine ilişkin "objektif olasılığı" tespit ederler. Bu işlemi yaparken Bayes Teoremini kullanırlar ve herhangi bir yanlılıkla malul değillerdir.

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

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

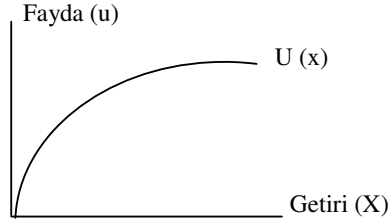
4) Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde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

5) Söz konusu fayda fonksiyonu çanak şeklindedir, bu da "azalan marjinal

⁸⁷ Bailey, R. E., **Economics of Financial Markets**, Lecture Notes, 2002, Department of Economics, University of Essex, U.K., <http://courses.essex.ac.uk/ec/ec372/ec372exs.pdf> (22.08.2007)

fayda kuralı”nın geçerli olduğunu gösterir.

Beklenen Yarar Hipotezine göre bir kişinin yarar fonksiyonu şekil 4’deki gibidir:



Şekil 1.4: Beklenen Yarar Hipotezine göre Yarar Fonksiyonu

Yukarıdaki şekil 1.4., getiri ile fayda arasında sürekli bir ilişki olduğunu ve getiri arttıkça faydanın arttığını ($U'(x) > 0$), ancak azalan faydalar kanunu gereği faydanın giderek daha az arttığını ($U''(x) < 0$) ifade etmektedir.

Beklenen fayda teorisi geleneksel finansın temellerini oluşturur. Yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde hareket eden insan iktisatta tanımlanan rasyonel insandır. Literatürde rasyonel insan veya iktisadi insan (Homo Economicus) kavramları kendi menfaatine düşkün, kararlarını alırken sadece faydasını artırmaya çalışan, sürekli fayda hesaplaması yapan, duygulardan arınmış aklı ile hareket eden hipotetik bir insanın karşılığı olarak kullanılmaktadır. Modern finans teorileri oluşturulurken bu teorilerde insanların rasyonel oldukları veri olarak kabul edilir. İşin ilginç tarafı insana ilişkin bu varsayımlar herhangi bir ampirik çalışmaya dayanmamaktadır. Beklenen fayda teorisi bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Bu teoriye karşı yapılan itirazların temelinde gözlemlenen insan davranışının teoride varsayılandan farklı olması yatmaktadır. Deneysel kanıtlar, laboratuvar ortamında oluşturulan risk içeren yapay durumlarda bireylerin davranışlarının teoride öngörülenden farklı olduğunu göstermektedir⁸⁸.

⁸⁸ Bostancı, Faruk, **Davranışçı Finans**, Yeterlilik Etüdü Çalışması, SPK Yayınları, Ankara, 2004, s.5

İKİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS VE YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Bu bölümde davranışsal finans kavramının sınırları ve amaçları, davranışsal finansın tarihsel gelişimi ve psikolojik önyargılar anlatılacaktır.

2.1. Davranışsal Finans Kavramı

İktisat biliminin en temel dayanak noktası yatırımcıların rasyonel olduğu ve daima kendi çıkarları doğrultusunda hareket edecekleridir. Yalnız burada bir sorun var. Bu doğru değil. Yatırımcı da diğer herkes gibi çoğunlukla insan tabiatının talihsiz tutsağı olur. Benjamin Graham'ın dediği gibi “Yatırımcının en büyük sorunu, hatta en kötü düşmanı muhtemelen kendisidir.” en kötü düşmanımız kendimiziz. Fakat finans iktisatçıları insanların kendilerine verdikleri finansal zararı, kısa süre öncesine kadar göz ardı ettiler⁸⁹.

Etrafımızdaki yatırımcıları şöyle bir süzgeçten geçirip kimin neden başarılı olduğunu ve kimin de neden başarılı olmadığını çözümlenmeye çalıştığımızda kazanılan ve kaybedilen tüm paraların arkasında yatan en baskın etmenin şans, zeka, yüksek teknik veya temel analiz bilgisi veya engin deneyim değil yatırımcıların davranış biçimleri olduğunu görürsünüz⁹⁰.

Yaklaşık olarak 1970'li yıllardan beri finans, insanların akılcı davrandıkları ve gelecekle ilgili öngörülerinde tarafsız oldukları varsayımıyla hareket etmektedir. Bu bağlamda, insanların kendileri için en iyisini seçtikleri varsayımıyla, yatırımcılar için bazı güçlü araçlar üretilmiştir. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), Arbitraj Fiyatlama Modeli ve opsiyon fiyatlaması gibi fiyatlamaya modelleri aracılığıyla varlıkların değerlendirilmesi ve risk ve getirinin anlaşılması mümkün olabilir. Bununla beraber psikologlar, bu varsayımların kötü varsayımlar olduklarını ve

⁸⁹ Bernstein, William, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, Çeviri: Neşenur Domaniç, Nusret Avhan, s.231

⁹⁰ Perşembe, Ali, **Teknik Analiz mi Dedin? Hadi Canım Sen de**, Birinci Kitap, Scala Yayıncılık, 2001, s.17

insanların gelecekle ilgili öngörülerinde akılcı davranmayabileceklerini biliyorlardı. Başlangıçta, davranışsal finansa önyargılı yaklaşılmıştır. Ancak, özellikle son on yılda psikoloji ve duyguların finansal kararlar üzerindeki etkisi kanıtlanmaya başlanınca daha ikna edici olmaya başlamıştır. Günümüzde, davranışsal finansa olan ön yargılar ortadan yavaş yavaş kalkmaktadır⁹¹.

1979'da, bir psikoloji profesörü olan Kahneman'ın insan sezgileri ve karar alma süreçleri üzerine başlattığı çalışmalar, sadece psikoloji için değil ekonomi ve finans alanında da çok önemli çığır açmıştır. Kahneman'ın yapmış olduğu bu çalışmalar davranışsal finans modellerinin temellerini oluşturmaktadır. Bu çalışmalarla, yatırımcıların rasyonel olduğu fikrini benimseyen ve seçimlerine ilişkin sistematik yaklaşımlar öneren klasik ekonomi anlayışı tartışılır hale gelmiştir. Yatırımcıların karar alırken mantıklı davranmadığı ve olasılık hesaplarını doğru yapıp buna göre kararlarını şekillendirmediği bulgulanmıştır. Yani Kahneman'ın ortaya koyduğu bulgular, yatırımcıların kararlarında, olasılık hesapları yerine kestirme yolların, psikolojik sezgilerin yada yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik yapının etkili olduğunu ortaya koymuştur⁹².

Yatırımcıların her zaman akılcı davranmadıkları ve seçimlerinde kuralcı davranmadıkları, literatürde yer alan pek çok çalışmayla kanıtlanmıştır. Yaşamda, 2x2'nin her zaman dört etmediği bilinen bir gerçektir. Bunun tek nedeni, insan psikolojisidir. Piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınarak yada karar alma süreçlerine psikolojik faktörlerin de eklenmesiyle davranışsal finans ortaya çıkmıştır⁹³. Bu bağlamda... davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır.⁹⁴ Davranışsal finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere dayanır.⁹⁵

⁹¹ Nofsinger, John R., **The Psychology of Investing**, Pearson Education Hall, 2005, 2nd Edition, s.1

⁹² Barak, Osman, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB'de Bir Uygulama**, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s.3

⁹³ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.23

⁹⁴ Cornicello, Giuseppe, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, Università Commercial Luigi Bocconi, Milano, Yüksek Lisans Tezi(E.T.), 2003-2004, s.23,

⁹⁵ Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, a.g.e., s.23

2.2. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Psikolojide yeni bir yaklaşım olarak davranışçılık ilk kez 1913 yılında, John.D.Watson tarafında ortaya atılmıştır. Araştırmacı psikoloji alanında en ilginç bilimsel çalışmalarını, doğrudan gözlemlenebilir uyarıcılar ve yanıtlar üzerine yapmıştır. Araştırmacı, davranışı belirleyen faktörlerin içsel eğilimler yerine dış çevre olduğunu ortaya atmıştır. Davranışçılık, daha sonra psikolojiye daha özenli yaklaşımı hedefleyen B.F.Skinner tarafından geliştirilmiştir⁹⁶.

Davranışçılık, 1900'lü yıllardan beri psikolojide bilinen bir yaklaşım iken, davranışsal finansın temeli aslında çok yeni değildir. Adam Smith'in az bilinen bir kitabı olan Ahlaki Düşünce Kuramı'na kadar dayandırılabilir. Bu kitabında Smith, insan psikolojisine vurgu yapmaktadır ki, bunlar günümüzde davranışsal finans tarafından geliştirilmiştir. Örneğin Smith, ...iyi bir durumdan kötü bir duruma geçtiğimizde acı çekiyoruz. Daha sonra tekrar kötü durumdan iyi duruma geçtiğimizde mutlu oluyoruz...demektedir ki bu davranışsal finasta yer alan zarar etme fobi nedeniyle riske girememe durumunu açıklamaktadır. Aynı dönemde, yarar kavramıyla neoklasik ekonomi kuramının kurulmasında önemli etkileri olan Jeremy Bentham, yararın psikolojik boyutu hakkında yayınlar yapmıştır⁹⁷.

Ekonomide, dolayısıyla finasta psikoloji yaklaşımının reddedilmesiyle, yapılan bilimsel çalışmalarda, insan doğasının homo-economicus olduğu varsayımını kabul eden neoklasik devrim başlamıştır. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, bu yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiş ve dikkate alınmamıştır⁹⁸.

Son yıllara kadar finans alanındaki bir çok çalışma, insanların tüm yatırım kararlarında, mevcut bilgiyi akılcı ve doğru bir şekilde dikkate aldığı fikrine dayanmaktadır. Fakat finans alanındaki deneysel çalışmalar insanların karar verme sürecinde, sınırsız rasyonellikten ayrıldığını ortaya çıkarmıştır. Bu

⁹⁶ Daniel, Kent, David, Hirshleifer and Siew Hong TEOH, **Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications**, Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester, April 2001, s.1

www.nyu.edu/econ/user/bisina/kent_hirshleifer_subrahmanyam.pdf (23.08.2007)

⁹⁷ Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, a.g.e., ss.23-24.

⁹⁸ Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, a.g.e., s.24.

ayrılma, duruma özel, kişisel yada belirli kişilerle ilgili olmayıp, yatırımcıların çoğunluğunu ilgilendirmektedir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologların, insanların karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları bir çok çalışmada, akılcılıktan sistematik sapmaların olduğu sonucuna ulaşmışlardır⁹⁹.

Yaklaşık yarım yüzyıl önce, Edwards (1954), gelecekteki araştırmalar için bir gündem oluşturarak karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma sahası olarak tanıtmıştır. Allais (1953) belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarırken, Simon (1956), sınırlı akılcılığa dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önermiştir. Bilişsel psikoloji alanında, yargılama ve karar vermeye ilişkin Kahneman ve Tversky (1979), çalışmaları ekonomi ve finans alanında bir çığır açmıştır. Bu çalışma geleneksel disiplinler arası bağlantı kurmanın da ötesine giderek, ekonomi ile psikoloji arasında bir köprü oluşturmuştur¹⁰⁰.

Otuz yıl önce, finans alanında kariyer yapan Richard Thaler adlı genç bir akademisyen ile bir arkadaşı, görüş mesafesini sıfıra indiren bir kar fırtınası sürerken, Rochester, New York'ta araba kullanarak bir basketbol maçını izlemeye gitmeyi tasarlıyorlardı. Akıllarını kullanıp gitmemeye karar verdiler. Arkadaşı “ama biletleri almış olsaydık, gitmek zorunda kalacaktık” dedi. Thaler ise “doğru ve ilginç” diye yanıt verdi. İlginçti, çünkü kendi ekonomi teorisine göre biletlerin önceden alınmış olmasının bir maç seyretmek için kar fırtınasına çıkma yiğitliğini gösterme kararını etkilememesi gerekiyordu.

Thaler bu tür anormal hadiseleri biriktirmeye başladı ve nerdeyse tek başına davranışsal finans disiplini kurdu; bu alan insan tabiatının bizi nasıl akıl dışı ekonomik tercihler yapmaya zorladığını araştırıyor¹⁰¹.

80'li yıllardan başlayarak davranışsal finansın yeniden gündeme alındığı görülmektedir. Özellikle, Etkin Piyasalar Hipotezi ve geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerini ortaya çıkartarak, bu kuramların yeterli olmadığı yönünde kanıtlar sunmaktadır¹⁰².

⁹⁹ The Royal Swedish Academy of Sciences, **Foundations of Behavioral and Experimental Economics**, 2002, ss.1-2

http://www.kva.se/KVA_Root/swe/awards/nobel/economy/press/ecoread02.asp 02.09.2007

¹⁰⁰ The Royal Swedish Academy of Sciences, a.g.e., s.11-12

¹⁰¹ Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, a.g.e., s.231

¹⁰² Cornicello, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, a.g.e., s.24.

2002 yılı Ekonomi Nobel'i Davranışçı Finans'ın öncülerinden sayılan bir bilim adamına verildi. Daniel Kahneman, insan davranışı, beklentileri ve karar alma mekanizmaları üzerine yazdıkları ve sunduğu kanıtlarla finansın piyasa mekanizmasını anlamaya çalışan bu yeni dalı için bir çıkış noktası oluşturmuş. 2002 yılında Ekonomi Nobel'ini alması ise kendi deyimiyile davranışçı finansın akademi tarafından resmi olarak tanınması anlamına geliyor. Ödülün bu yönü çok önemli, çünkü böylece bu alanda çalışarak bir anlamda aykırı olmayı göze alan bir çok akademisyeni ve piyasa profesyonelini cesaretlendirilmiş oldu¹⁰³.

Günümüzde, davranışsal finans hızla taraftar bulan ve çok sayıda yapılan bir alan olmakla kalmamış, uluslar arası düzeyde sempozyumlar ve yüksek lisans ve doktora programlarıyla da finans biliminde kendisine iyi bir yer edinmiştir¹⁰⁴.

2.3. Davranışsal Finansın Amaçları

Davranışsal finans, yatırımcılar tarafından düzenli olarak yapılan akılla ilgili yanlışlıklara odaklanmıştır. Bu stratejiler, yatırımcıların duyguları veya şirketlerin temel değişkenlerini incelemekten daha fazlasını yapmakta beynin sorunları nasıl çözdüğü ile ilgilenmektedir. Yatırımcılar, bazı konularda yanlış yapma eğilimindedirler.¹⁰⁵ Davranışsal finans; bilgisel piyasa etkinliğinden sapmaları piyasa oyuncularının tam rasyonel olmayan davranışları ile açıklamaktadır¹⁰⁶.

Temelde davranışsal finansın ortaya çıkış gerekçesi, insanoğlunun her zaman rasyonel olmadığı, dolayısıyla Etkin Piyasalar ve Beklenen Yarar Hipotezi gibi hipotezlerin geçerli olmadığı noktasıdır. Piyasalarda pek çok anomali yaşanmaktadır. Bunun sonucunda, akılcı davranmayan yatırımcılar ellerindeki fonları yitirmekte ve piyasada doğal seleksiyon gerçekleşmektedir. Ancak, piyasada elde edilen sonuçların açıklanması için hala akılcılık yaklaşımından yararlanılmaktadır. Burada akılcılık iki

¹⁰³ Yazıcı Bilgehan, **Kahneman Türkiye'de**, www.bilgehanyazici.com,(18.07.2006)

¹⁰⁴ Tufan, **Davranışsal Finans, a.g.e.**, s.29

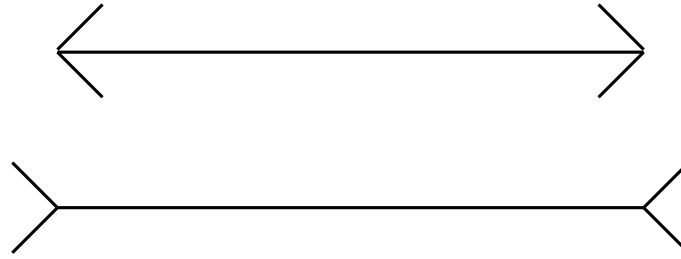
¹⁰⁵ <http://introduction.behavioralfinance.net/Undi99.pdf> (14.08.2007)

¹⁰⁶ Ülkü, Numan, "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Başlangıcında Fiyat Davranışı", **İMKB Dergisi**, Sayı:17, 2001, ss.101-132, s.101

faktöre bağlıdır: Bireysel yatırımcıların akılcı davranması ve fırsat avcılığı şansının bulunması¹⁰⁷.

Davranışsal finans, insanların her zaman akılcı davranmadıklarını savunurken, bu iddiasını destekleyecek psikolojiden örnekler vermektedir. Bu örnekler, daha çok algıda yanılsama örnekleridir. Bu tip yanılsamalara basit bir örnek vermek gerekirse¹⁰⁸: Şekil 2.1.:’de yer alan iki doğru da aynı uzunlukta olmasına rağmen, alttaki şekil daha uzun gibi görünmektedir.

Şekil 2.1.: Optik İllüzyon



İnsan beyni, bir bilgisayar gibi çalışmamaktadır. Buna karşılık bilgiyi, bazı bilişsel kısayol ve duygularla süzerek, daha kısa bir analiz zamanında yargı oluşturmaktadır. Bilgi, beyne bu hızlandırılmış süreçten geçerek ulaşmaktadır ve alınan kararlar, genelde bu süreçler olmadan alınacak kararlarla aynı olmamaktadır. Bu süzgeç ve kısayollar, psikolojik önyargılar olarak adlandırılmaktadır. Bu psikolojik önyargılar bilindiğine göre ilk adım, bunlardan sakınmak olmalıdır¹⁰⁹.

Literatürde, davranışsal finansın amaçları doğrultusunda yapılan tanımların bazıları şöyledir¹¹⁰:

Davranışsal Finans; klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma bilimleri ile bir entegrasyonudur.

Davranışsal Finans; finans literatüründe gözlemlenen ve rapor edilen bazı anomalilerin sebeplerini açıklamaya teşebbüs eder.

¹⁰⁷ Patel, Jayendu, Richard Zeckhauser ve Darryll Hendricks, **The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets**, The American Economic Review, Vol:81, No:2, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of American Economic Association, May 1991, ss. 232-236

¹⁰⁸ Nofsinger, John R., **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it**, Pearson Education, 2001, s.5

¹⁰⁹ Nofsinger, John, R., **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it**, Pearson Education, 2001, s.5

¹¹⁰ Fuller, J. Russel, **Behavioral Finance and Source of Alpha**, Journal of Pension Plan Investing, Winter 1998, Vol:2 No:3, s.1

Davranışsal Finans; yatırımcıların karar vermede sistematik olarak nasıl yanlışlar ve bilişsel hatalar yaptıklarını araştırır.

Davranışsal Finans; psikolojinin finansal karar vermeyi ve finansal pazarları nasıl etkilediğinin çalışmasıdır¹¹¹.

Bir an için yatırımcıların yüzde yüz akılcı oldukları düşünülse bile, karar aşamasında gelecek ve belirsizlik söz konusu olacağından tahmin ve risk devreye girecektir. Yanı sıra, çok sayıda yatırımcının farklı ekonomik algılamalarla farklı tercihler yapmaları söz konusu olacağından yatırımcı kararlarının yönlendireceği endeks ve oranlar beklentilerden farklı olabilecektir. Dolayısıyla, trend değişimlerini sadece ekonomik parametrelerle açıklamak olanaksızdır. Diğer yandan, sosyolojik ve psikolojik kısacası davranışsal değişkenlerden etkilenen trendler de karar vericilerin psikolojilerini ve davranışlarını etkileyecektir. Sonuç olarak, ekonomik faktörlerle, davranışsal faktörler arasında karşılıklı etkileşim söz konusudur¹¹².

Pek çok ekonomist, oluşan hatalardan yararlanmayı bekleyen oyuncular yüzünden, bazı piyasa oyuncularının akılcı olmayan davranışlarına rağmen, piyasaların toplamda akılcı davrandığına inanmaktadırlar. Bununla beraber piyasalar, Hollanda lale fidanı çılgınlığı, hurda (junk) tahviller sorunu ve arada sırada yaşanan dramatik hisse senedi zararları (1987 Ekim’inde olduğu gibi) gibi spekülasyon heveslere maruz kalmaktadırlar ki, bunu akılcılıkla açıklamak çok zordur¹¹³.

Son zamanlarda finansal literatürde, özellikle psikoloji, sosyoloji ve antropolojiden gelen davranışsal prensiplerle finans arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Davranışsal prensipler olarak; olasılık kuramı, pişmanlık ve bilişsel bozukluk, çapa atma, zihinsel bölümler, aşırı özgüven, aşırı ve yetersiz tepki, yanılsama temsili, ayırım etkisi, kumarbaz davranışı ve spekülasyon, tarihin önemsiz addedilmesi, büyümlü düşünce, sözde düşünme, anomalilere dikkat edilmesi, yanılsamaların elde edilebilirliği, kültürel ve sosyal buluşma ve küresel kültür sayılabilir¹¹⁴.

Modern finansal ekonomi, insanların son derece akılcı davrandıklarını varsaymaktadır. Fakat gerçek böyle değildir. Hatta, insanların akılcılıktan sapmaları

¹¹¹ Shefrin, Hersh, **Behavioral Finance**, Edward Elgar Publishing, 2001, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (23.08.2007)

¹¹² Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.25

¹¹³ Patel, **The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets**, a.g.e., s232-236

¹¹⁴ Shiller, Robert J., **Human Behaviour and Efficiency of the Financial System**, 1998, <http://introduction.behaviouralfinance.net/> (23.08.2007)

sistemattiktir. Davranışsal finans yaklaşımı, finansal ekonominin geleneksel varsayımlarını, insanların, finans piyasaları için oluşturulan standart modellerde yer alan akılcılık varsayımından sistematik ve gözlemlenebilir bir şekilde uzaklaşmaları nedeniyle gevşetmektedir. Bu noktada yatırımcıların yaptıkları iki temel yanlışın altını çizebiliriz. Bunlar; aşırı alım satım eğilimi ve ellerinden çıkarsalar zarardan kar edip kazanacakları yatırımları, kaybettirirken ısrarla elinde tutma eğilimidir. Bu sistematik anomaliler, insan psikolojisinden kaynaklanmaktadır. İnsanların kendilerine aşırı güvenmeleri birinci anomaliye, acele etmekten pişmanlık duyma korkusu da ikinci anomaliye neden olmaktadır¹¹⁵. Sonuç olarak davranışsal finansın amacı, bahsedilen ve ilerleyen bölümlerde bahsedilecek bu psikolojik önyargılar vasıtasıyla piyasada görülen anomalileri kapsamlı olarak açıklamaya çalışmaktır.

2.4. Davranışsal Finansın İlişkide Bulunduğu Davranış Bilimi Alanları

Davranış bilimlerinin bir konu olarak gelişmesinin nedeni, sanayide ve diğer toplumsal kurumlarda uygulamadaki sorunları çözerken, psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi çeşitli disiplinler arasındaki geleneksel ayırımların korunmasının olanaksızlığıdır. Herhangi bir olay değişik düzeyde açıklanabilir ve diğer davranış disiplinlerinin kuram ve kavramlarını uygulamak gerekli olmuştur¹¹⁶.

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

¹¹⁵ Barber, M.,Brad, Odean, Terrance, **The Courage of Misguided Convictions**, Financial Analysts Journal November/December 1999, s.41

¹¹⁶ Drake, Richard, I., Peter, J., Smith, **Sanayide Davranış Bilimleri**, İşletme Fakültesi Yayınları No:218, Çeviren: Kemal Tosun, İlhan Erdoğan, Fulya Akar ve diğerleri, İstanbul,1990, s.19

2.4.1.Psikoloji

Davranışçı finansın oluşmasında bu iki bilim dalının birbiri ile etkileşimleri ve ortak noktaları olan insan faktörünün bu bilim dallarının kendi kıstasları ve kuralları ile irdelenmesi sonucu oluşan model ve varsayımlara temel teşkil etmiştir. Dolayısıyla, psikolojideki veya daha da doğru deyişle klinik psikoloji, klinik psikolojide insan davranışlarını doğrudan anlamaya yönelik bir disiplin olarak, orada temel insan kavramı, konsepti nedir diye bakılabilir ve biraz daha ayrıntılandırmak gerekiyor. Çünkü genel psikolojinin içinde insan; algılayan, düşünen, duygulanımı olan, birtakım eylemlerde bulunan bir varlık olarak incelenir, ama “içel yaşam” dediğimiz iç dünyası çok fazla ele alınmaz. Psikolojinin ana paradigmaları, çağdaş paradigmaları daha çok davranışçılık olduğu için gözlemlenebilir, tekrar kontrol edilebilir, test edilebilir, inceleme ve araştırmaya elverişli yanı, psikolojik yanı ele alındığı için “iç yaşam” dediğimiz içel yaşam daha çok psikanalizin konusu olmaktadır.¹¹⁷

Psikolojinin ilgilendiği alanlardan birisi de *düşünme ve düşünme sürecidir*. Davranışsal finans ile yakınlığı bilişsel psikoloji ve düşünme süreçleri üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Akli anlamaya yönelik çalışmaların çerçevesini bilgilenme süreci oluşturur. Algı, öğrenme, sorun çözme, hafıza, dikkat, dil ve duygu psikolojinin başlıca ilgi alanlarıdır. Dolayısıyla, yatırım kararı alan yatırımcıların, karar alma süreçlerinde etkilendikleri olay ve olgular psikoloji biliminin ilgi alanına girmektedir¹¹⁸.

Psikoloji esas olarak bireysel farklılıklar (örneğin, zeka, tutumlar) ve süreçler (örneğin, algılama, motivasyon) üzerinde durur. Psikologlar, kişilik yapısını ve belirli bir durumda insanların davranışlarını tahmin etmek ve insanları birbirinden ayırtetmek için kullanılacak kişilik öğelerini incelerler¹¹⁹.

¹¹⁷ Güleç, Cengiz, “Homo Economicus, Psikiyatri, İktisat ve Ötesi”, **İktisat Dergisi**, Eylül 2004, Sayı:453, s.3

¹¹⁸ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.45

¹¹⁹ Drake, **Sanayide Davranış Bilimleri**, a.g.e., s.21-22

Bununla beraber, kişilik de psikolojinin ilgi alanı içindedir. Aktif, pasif, sakin, çabuk karar veren-vermeyen kişilik özellikleri davranışsal açıdan anlam ifade ettiği gibi, karar vericinin davranışsal boyutuna da gönderme yapmaktadır.¹²⁰

Psikolojide, özellikle bilişsel psikolojide, insanların eldeki bilgiyi bilinçli ve rasyonel şekilde kodlayan ve yorumlayan bir sistem olduğu varsayılmaktadır. Ancak, diğer faktörlerinde, daha az olmakla birlikte, insan davranışlarını sistematik bir şekilde yönlendirdiği de varsayılmaktadır. Bu faktörler, ekonomi teorisindeki son gelişmeler içerisine giren daha kompleks bir bakış açısıdır. Bu bakış açısı; iç teşviklerin insan davranışlarını şekillendirdiği bakış açısıdır¹²¹.

Psikoloji, sistematik olarak insanoğlunun karar vermesiyle, davranışıyla ve esenliğiyle ilgilendiği için, bize insanoğlunun geleneksel ekonomik varsayımlarından ne kadar farklı olduğu konusundaki gerçekleri öğretebilir¹²².

Finansal riske davranışsal yaklaşımda Lo¹²³, riski azaltma anlamında fiyat, zarar etme anlamında olasılık ve riskten ne kadar sakınılacağı anlamında tercihlerden söz etmektedir. Finansta riske yaklaşım konusunda oluşturulan analitik modellerde, fiyat ve olasılık üzerinde durulmuş, ancak tercihlere önem verilmemiştir. Psikoloji, işte bu konuda devreye girmekte ve tercihler üzerinde etkili olan faktörleri incelemektedir. Böylece, finans ve psikoloji disiplinleri birbirine yaklaşmış ve davranışsal finans yaklaşımı ortaya çıkmıştır.

2.4.2. Sosyal Psikoloji

Sosyal psikoloji, bir bireyin davranış, duygu ve düşüncelerinin diğer kimselerin davranış ve özelliklerinden nasıl etkilendiğini ya da belirlendiğini inceleyen bir bilim dalıdır¹²⁴.

¹²⁰ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.45

¹²¹ Barak, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama**, a.g.e., s.68

¹²² Rabin Matthew, **Psychology and Economics**, Journal of Economic Literature, March 1998, Vol.36 pp: 11-46., s.11

<http://introduction.behaviouralfinance.net/Rabi96.pdf> (14.07.2007)

¹²³ Lo, Andrew, **Behavioral Finance: The Science of Psychology**, Fall 1999, s.8

http://introduction.behaviouralfinance.net/vol5_text.pdf (22.09.2007)

¹²⁴ www.aof.edu.tr/kitap/EHSM/1024/unite12.pdf (12.06.2007)

Sosyal psikoloji toplumsal şartların insanlar üzerindeki etkisini araştıran bilim dalıdır. Bu alanda araştırma yapanlar genellikle psikolog veya sosyolog'lardan oluşmaktadır. Buna rağmen bütün sosyal psikologlar hem birey hem de topluluk bazında çalışırlar. Benzerliklerine rağmen iki alan amaçları, yaklaşımları, yöntemleri, ve terimlerinde farklılaşırlar. Biyofizik ve kavrama psikolojisi gibi sosyal psikoloji de disiplinler arası bir alandır¹²⁵.

Sosyal Psikolojinin; grup dinamiği,önderlik toplumsallık, tutum değişikliği gittikçe daha az ilgi gören geleneksel konularının yanında, son zamanlar ilginin arttığı sevgi ve çekicilik, saldırganlık ve sosyal algı, özgeci davranış, uyma davranışı, yüklenme kuramı ve çevresel psikoloji gibi konuları da vardır¹²⁶.

İnsanlar ilk çağlardan bu yana değişik nedenlerden dolayı beraber yaşamayı seçmişlerdir. Bu nedenler; içgüdü, doğuştan sahip olunan bazı özellikler, öğrenme ve gereksinimlerin doyurulması olarak sıralanabilir¹²⁷. Toplumsallık üzerine yapılan çalışmalar göstermiştir ki, ...insanlar kendilerini, kendilerine benzeyen başkalarıyla karşılaştırma...¹²⁸ eğilimindedirler. Bu teze göre yatırımcıların, yatırım tercihlerindeki başarılarını, kendileriyle aynı yada benzer yatırımı yapan diğer yatırımcılarla kıyaslamak istemeleri olağandır. Dolayısıyla, piyasada kendileri gibi olanı arayış içerisine gireceklerdir.

Davranışsal finansın, öne sürdüğü insanların akılcı davranmayabilecekleri olgusu, sosyal psikoloji tarafından da desteklenmektedir. Örneğin, ...çok sınırlı bilgi ve ipucuna dayanarak başkalarına ilişkin izlenimler oluşturma, insanlarda önemli bir evrensel eęilimdir¹²⁹. Buna dayanarak, yatırımcıların da yeterli bilgi sahibi olmadıkları hisse senetlerine sadece ilk izlenimlerinin olumlu olması nedeniyle yatırım yapabileceklerini söyleyebiliriz¹³⁰.

Yine sosyal psikoloji alanında yapılan çalışmalar göstermektedir ki, insanlar, diğer insanları değerlendirirken, hakkında fikir sahibi olmaya çalıştıkları insanın değişik özelliklerini toplamaktan çok, ortalamasını almak eğilimindedirler. Ortalama alma modeline göre, samimi (+3) ve ayrıca kararlı (+1) olarak değerlendirilen bir kişi,

¹²⁵ http://tr.wikipedia.org/wiki/Sosyal_psioloji (18.07.2007)

¹²⁶ Freedman, Jack, L., D.,O., Sears ve J.,M., Carlsmith, **Sosyal Psikoloji**,eviren Ali Dönmez, İmge Kitabevi ,2003, 4.baskı, s.13.

¹²⁷ Freedman ve diğerleri, **Sosyal Psikoloji**, a.g.e., ss.68-72

¹²⁸ Freedman ve diğerleri, **Sosyal Psikoloji**, a.g.e., s.86

¹²⁹ Freedman ve diğerleri, **Sosyal Psikoloji**, a.g.e., s.96

¹³⁰ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.46

yaklaşık olarak bu iki özelliğin ortalaması bir genel değerlendirme olacaktır. Bu nedenle, daha önceden çok olumlu bir özelliğini bildiğimiz birinin, ayrıca orta derecede bir özelliğinin de bulunduğunu öğrenmemiz genel değerlendirmemizi düşürecektir. İki bilgi parçasının da olumlu olması bile durumu değiştirmez¹³¹. Bu durumda, yatırımcıların herhangi bir şirket hakkında sahip oldukları bilgi ve bilgi akışı o şirketin hisse senedi hakkındaki düşüncelerini etkileyecektir. Örneğin, basında yer alan olumlu yada olumsuz haberler yada fısıltı gazetesi aracılığıyla yayılan haberler, düşüncelerini rahatlıkla değiştirebilecektir.

Yatırımcılar, piyasa ile ilgili aldıkları haberleri kendilerine göre yorumlamakta ve kararlar vermektedirler. Burada, algılama durumu devreye girmektedir. Algıyı, kişilerin çevreleri ile ilgili bilgiyi (uyarıyı) duyma, anlama ve değerlendirme süreci olarak tanımlamak mümkündür. Algı, duyu organlarından gelen verilerin (bilgi,uyarı) organize edilmesi ve onlara anlam verilmesi ile ilgili süreci ifade etmektedir. Burada önemli olan, kişinin göstereceği davranışı, bu davranışa sebep olan uyarının algılanma şeklinin etkilemesidir. Dolayısıyla, iki farklı kişi aynı uyarıyı/bilgiyi farklı algılayabilir. Algılardaki bu farklılığın sebepleri, kişilerin sahip oldukları değer yargıları, amaç ve hedefleri, gereksinimleri, içinde yetiştikleri kültürel ortam, bilgileri, hisleri, geçmişteki deneyimleri ve hatta fiziksel özellikleri gibi faktörler tarafından etkilenmektedir. Bu faktörleri içsel ve dışsal faktörler olarak sınıflandırmak mümkündür¹³²:

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

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

Yatırımcıların, kişisel özellikleri algılamalarını, bu da yatırım kararlarını etkilemektedir. Bunun yanında, haberlerin geliş kaynağı, sıklığı ve yoğunluğu da yatırımcıların karar vermeleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Yatırımcıların motivasyonu da karar vermelerinde etkili olabilmektedir. Literatürde, özellikle yönetim organizasyon alanında çalışanların motivasyonunu

¹³¹ Freedman ve diğerleri, **Sosyal Psikoloji**, a.g.e., s.102

¹³² Koçel, Tamer, **İşletme Yöneticiliği**, Beta Yayıncılık, Eylül 2003, İstanbul, 9.Bası, ss.532-533

araştıran bazı kuramlar bulunmaktadır. Bu kuramlar, yatırımcıların karar verirken motive olup-olmama anlamında davranışsal finansı ilgilendirmektedir.

Motivasyon kuramlarını iki ana grupta toplamak mümkündür. Birinci grup, *Kapsam (content) Kuramları*, olarak adlandırılabilir ve dışsal faktörlere ağırlık veren kuramlar, ikinci grup da *Süreç (process) Kuramları* olarak adlandırılabilir ve dışsal faktörlere ağırlık veren kuramlardır¹³³. Kapsam kuramlarında en çok bilinen dört tanesi Gereksinimler Hiyerarşisi Yaklaşımı, Çift Faktör Kuramı, Başarma Gereksinimi Kuramı ve ERG Yaklaşımıdır. İkinci grup ise, süreç kuramlarıdır ve bunlar da kendi içinde Davranış Şartlandırma, Beklenti Kuramları, Eşitlik Kuramı ve Amaç Kuramı olarak dörde ayrılmaktadır.

Davranış Şartlandırma: Bu kurama göre kişi şu veya bu nedenle (gereksinimler, amaçlar, daha önceki şartlanma vs.) bir davranış gösterir. Bu davranışın karşılaştığı sonuç önemlidir. Sonucun çeşidine göre kişi, ya aynı davranışı tekrar gösterecek yada göstermeyecektir. Eğer, kişi davranışları, kişi tarafından haz verici, memnun edici olarak nitelendirilen sonuçlarla karşılaşır, muhtemelen o kişiyi aynı davranışı tekrarlamaktan alıkoyacaktır¹³⁴. Benzer bir şekilde, yatırımcılar da, zarar ettiklerinde aynı yatırım stratejilerini kullanmayacak, kar elde ettiklerinde ise aynı yatırım stratejisinden yararlanmaya devam edeceklerdir.

Beklenti Kuramları: Motivasyon alanında önemi gittikçe artan kuramların başında beklenti kuramları (expectancy Theories) gelmektedir. Bu kuram V.Vroom, E.Lawler ve L.Porter tarafından geliştirilen iki ayrı kurama ayrılmaktadır. Vroom'a göre, bir kişinin belli bir iş için gayret sarf etmesi iki faktöre bağlıdır: Kişinin ödülü arzulanma derecesi (Valens) ve beklenti. Belirli bir ödül farklı kişiler tarafından farklı şekillerde arzulanacaktır. Bazıları son derece arzu ederken, bazıları hiç değer vermeyecektir. Öte yandan beklenti, bir kişinin algıladığı bir olasılığı ifade etmektedir. Bu olasılık, belirli bir gayretin belirli bir ödülle ödüllendirileceği hakkındadır. Eğer kişi, gayret sarf etmekle belirli bir ödülü elde edeceğine inanıyorsa (bunu bekliyorsa), daha fazla gayret sarf edecektir¹³⁵. Yatırımcılar da, daha fazla getiri elde edebileceklerini düşündükleri yatırım alanlarıyla daha fazla ilgilenecekler, araştırma yapacaklar ve daha fazla bilgiye sahip olmaya çalışacaklardır. Örneğin,

¹³³ Koçel, *İşletme Yöneticiliği*, a.g.e., s.636.

¹³⁴ Koçel, *İşletme Yöneticiliği*, a.g.e., s.646

¹³⁵ Koçel, *İşletme Yöneticiliği*, a.g.e., ss.648-649

emlak getirisinin borsa getirisinden daha fazla olmasını bekliyorsa, emlak üzerine araştırma yapmaya başlayacak, borsaya olan ilgisini azaltacaktır.

Lawler-Porter, motive olma ve beklenti değişkenlerinin yanına,kişinin gerekli bilgi ve yeteneğe sahip olması ve kişinin kendisi için algıladığı rol değişkenlerini de eklemektedir¹³⁶. Yatırımcıların da,yatırım enstrümanları hakkında hiçbir bilgiye sahip olmadan yatırım yapmaları,kumar oynamaktan öteye geçemeyecektir.

Günümüzde psikolojinin, diğer bilim dalları ile birlikte işletme yönetimine kazandırdığı uygulama-araştırma disiplinleri arasında yer alan ve özel bir sosyal bilim dalı olma yoluna giren sosyal psikoloji, davranış bilimlerinin temel dalları arasında yer almaktadır¹³⁷.

2.4.3.Sosyoloji

Sosyoloji, sosyal bilim dallarından birisidir. Uzun bir geçmişi olan bu disiplinin temel amacı insan toplumunun yapısını, kişiyi grup içerisinde tutan faktörleri araştırmak ve sosyal yaşantıdaki değişimleri saptamaktır¹³⁸.

Sosyoloji, çevremizdeki insanları, onların hasletlerini,düşlerini, kaygılarını ve acılarını daha iyi anlamamızı sağlar. Empati yeteneğini güçlendirir. Öteki toplumlar ve gruplar hakkında bilgimizi artırır. Bunun yanında sosyoloji, ekonomik birimler arasındaki toplumsal ilişkinin incelenmesine odaklanır¹³⁹.

İnsan davranışlarının finansa yansımaları konu edinen davranışsal finans da olduğu gibi, ...toplumsal etkileşimin olmazsa olmazı iletişimdir. Başlıca toplumsal iletişim tipleri¹⁴⁰:

Mübadele: Biz mübadele denince çoğunlukla paranın değişimini anlarız, oysa çoğunlukla değişim toplumsaldır. Örneğin, bir çocuk kola karşılığında iyi bir davranış sergileyebilir. Bir arkadaşımız iltifatta bulunabilir ve biz de karşılığında teşekkür ederim diyebiliriz. Her iki durumda da toplumsal davranış,bir toplumsal ödül karşılığında mübadele edilmiştir.

¹³⁶ Koçel, **İşletme Yöneticiliği**, a.g.e., ss.651-652

¹³⁷ Erdoğan, İlhan, **İşletmelerde Davranış**, İşletme Fakültesi Yayın No:272,Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri, İstanbul, 1997, s.25

¹³⁸ Erdoğan, **İşletmelerde Davranış**, a.g.e., s.6

¹³⁹ Bozkurt, Veysel, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, Alfa Basım Yayın Dağıtım Ltd., Ocak 2004, s.17.

¹⁴⁰ Curry, T. ,Jioubu, R. ,Schewirian, K. , **Sociology for the 21st Century**, Printice Hall,New Jersey, 1997, ss.96-98

İşbirliği: Ortak hedefe ulaşmak için insanların bir arada çalışmaları sürecidir. Bir grup öğrencinin sınava hazırlanmak için birbirlerine yardımcı olmaları yada hastanın hayatını kurtarmak için hemşire ve doktorun birlikte çalışması örnek gösterilebilir.

Rekabet: Aynı ödülü elde etmek için, iki veya daha fazla kişi arasındaki mücadeledir. Bazı kültürler rekabete daha açıktır.

Çatışma: İnsanların fiziki ve toplumsal olarak birbirlerini yok etme teşebbüsleridir. Bir çok çatışma, bir çok politik kampanyada olduğu gibi, toplumsal olarak muhalefeti kaldırmayı amaçlarlar.

Baskı: İnsanların istemedikleri şeyleri yapmaya zorlanmaları sürecidir. Baskı yapan insan, diğeri üzerinde güç kullanır.

Öte yandan toplumsal davranış türleri de **Weber** tarafından dörde ayrılmaktadır¹⁴¹:

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

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

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

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

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

Modern sosyoloji, sosyal yapı içerisinde geçerli olan kuralları saptamakla kalmamakta, bu kuralların ekonomik, politik ve güncel hayata nasıl yansıtacağını da

¹⁴¹ Bozkurt, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, a.g.e., ss.10-11.

araştırmaktadır. Ayrıca, çeşitli ekonomik ve sosyal olayları araştırarak elde edilen sonuçların iş hayatında, politik hayatta ve benzeri ortamlarda nasıl kullanılabilceği, bu sonuçların kullanılması sonucu sosyal yapıda veya bireysel davranışlarda ne tür gelişmelerin çıkabileceği de sosyolojinin çalışma alanları arasına girmiş durumdadır¹⁴².

Özetle günümüzde alınan her ekonomik, politik ve sosyal kararın sosyolojik incelemeler sonucu elde edilen bilgilere dayandığını söylemek doğru olacaktır¹⁴³.

2.4.4. Antropoloji

Antropoloji, daha çok ilkel olduğu iddia edilen toplumları incelerken, sosyoloji ağırlıklı olarak modern toplumları incelemektedir¹⁴⁴. Antropoloji geleneksel olarak dört alt gruba ayrılır¹⁴⁵: Fiziksel yada biyolojik antropoloji, kültürel antropoloji, dil antropolojisi ve arkeoloji. İnsanlığın ilk insandan, modern insana geçiş serüvenini izleyen antropoloji, eski çağlardan bu yana, atalarımızdan gelen genler yoluyla edindiğimiz davranış şekillerini de, kültür adı altında bize aktarmaktadır¹⁴⁶.

Davranışsal finans ile antropoloji arasındaki ilişki, antropolojinin ekonomi ve sosyal yaşamı bağdaştırarak incelediği ekonomik antropoloji dalı sebebiyledir. Ekonomik antropoloji; kendi içinde şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik olarak üç alt bölüme ayrılmaktadır. Bu üç bölümü şu şekilde açıklayabiliriz¹⁴⁷;

Şekilcilik: Şekilci model, neoklasik iktisatla bağlantılıdır ve ekonomiyi kıtlık koşulları altında yarar maksimizasyonu çalışması olarak tanımlamaktadır. Robbins ekonomi bilimini, kıtlık ve amaçlar arasındaki alternatiflerin kullanılması anlamında ilişkinin kurulmasında, insan davranışlarını inceleyen bir bilim olarak tanımlamaktadır. Bu anlamda şu varsayımlar yapılmaktadır:

¹⁴² Erdoğan, **İşletmelerde Davranış**, a.g.e., s.18

¹⁴³ Erdoğan, **İşletmelerde Davranış**, a.g.e., s.28

¹⁴⁴ Bozkurt, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, a.g.e., s.20

¹⁴⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Antropology#Branches_of_anthropology (22.06.2007)

¹⁴⁶ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., s.53

¹⁴⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_anthropology(22.06.2007)

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

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

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

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

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

Günümüzde çağdaş antropoloji hala basit toplumlar üzerinde durmakta ise de, antropologlar artık sanayi, sanayi firması ve bunun toplum ile ilişkisi üzerinde de çalışmaya başlamışlardır.¹⁴⁸

2.5. Davranışsal Finansın Temelleri

Davranışsal finans modelleri, diğer hisse senedi fiyat tespit yöntem yada modellerinden farklı olarak, hisse senedi fiyatlarının oluşumunda insanların içinde bulunduğu psikolojik yapının etkili olduğu üzerine kuruludur¹⁴⁹.

Davranışsal finans modelleri, piyasaların etkin olmadığı, etkin piyasalar hipotezinin geçerliliğini yitirdiği üzerine kuruludur. Bu bağlamda davranışsal finans modellerine göre finans piyasaları etkin değildir ve bilgisel piyasa etkinliğinden sapmalar mevcuttur. Bu durumun en açık örneği geçmiş yıllarda finans literatüründe gözlemlenen ve tespit edilen anomalilerdir. Bu anormallikler, rasyonel davranışın, etkin piyasalar hipotezinin altını çizen önemli prensiplerinin tamamen doğru olmadığını ve diğer sosyal bilimlerde olduğu gibi insan davranışlarına ilişkin diğer modeller gibi değerlendirmemiz gerektiğini önermektedir. Davranışsal finans modelleri, insanların davranışlarında tam akılcı olmadığını ve diğer sosyal bilimlerde ve olaylarda olduğu, her bir olayın birden fazla açıklamasının mümkün olabileceği üzerine kuruludur¹⁵⁰.

Davranışsal finansçılar genelde insanların, özelde ise yatırımcıların tamamen rasyonel olduğu yaklaşımını sürdürmenin güç olduğunu ifade etmektedir. Ancak burada vurgulanması gereken nokta, tüm yatırımcıların irrasyonel olduğu öne sürülmemekte, onun yerine güçlü bir eğilimin olduğuna işaret edilmektedir. Bu anlamda, birçok yatırımcı menkul kıymetlere olan talebine yön verirken ilişkisiz bilgiyi esas alarak yatırım kararları vermektedir¹⁵¹.

Davranışsal finans sahasındaki çalışmalar temel olarak iki nokta üzerinde durmaktadır: bilişsel kusurlar ve bu bilişsel kusurların yatırım kararı alma süreci üzerindeki etkileri. Davranışsal finans genel anlamda yatırım yapan insanların yatırım

¹⁴⁸ Drake, **Sanayide Davranış Bilimleri**, a.g.e., s.26

¹⁴⁹ Barak, a.g.e., s.64

¹⁵⁰ Shiller, Robert, J., **Human Behavior and the Efficiency of Financial System**, NBER Working Paper, 1998, No: 6375, s.1-3

¹⁵¹ Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, a.g.e., s.6

kararlarında hangi faktörlerden etkilendiklerini ve nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. Davranışsal finasta insanlar akılcı değil normal olarak kabul edilirler. Davranışsal finansçılar yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcının tatmin olduğu kararlar olduğunu öne sürerler¹⁵².

Geleneksel ekonomi teorisi her bir bireyin değişmeyen, doğru tanımlanmış tercihleri olduğunu ve rasyonel olarak bu tercihleri maksimize edeceğini varsaymaktadır. Ancak davranışsal yaklaşım; irrasyonelite ve tercihlerin yön değiştirmesine ilişkin sayısız bulgu ortaya koymuş olup, psikolojik önyargılarla gerekçelendirilmiştir. Üstelik irrasyonel davranışların geçici olmayıp, belirli bir düzenlilik arz ettiği de öne sürülmektedir. Bunun yanında bu önyargıların gerek eğitilmiş gerekse de eğitilmiş olmayan bireylere kadar toplumun bütün kesimlerini etkilediği saptanmıştır¹⁵³.

2.5.1. İnsanların Optimum Yatırım Kararları Almasını Engelleyen Kısıtlar

Yatırımcıların en uygun yatırım kararı almasına engel olan psikolojik önyargıları bilişsel kısıyollar (hevristikler) ve bilişsel yanlılıklar (önyargı) olmak üzere iki ana başlık altında inceleyebiliriz.

2.5.1.1. Optimum Karar Almayı Engelleyici Kısıyollar (Hevristikler)

Geleneksel yaklaşımdaki rasyonel karar verici modeline bilişsel psikologlar, davranışsal araştırmacılar ve diğer çevreler alternatif olarak güçlü bulgular ortaya koymaktadır. Karar vericilerin hevristik ve önyargılardan etkilendiği birçok durum tespit edilmiştir. Hevristik, problem çözmede çeşitli problemlere uygulanabilen, ama

¹⁵² Bostancı, **Davranışçı Finans**, a.g.e., s.9

¹⁵³ Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, a.g.e., s.43

doğru çözüümü her zaman sağlamayan strateji ya da kısayollar olarak tanımlanmaktadır¹⁵⁴.

Psikoloji bilim dalındaki genel tanımı ise; problem çözmeye, belli bir hedefe varmaya yönelik kestirme bir dizi pratik deneme yanılma yöntemi; bazen sistematik yaklaşımlardan daha etkili olan kestirme yol olarak tanımlanmaktadır.

Beynin bilgiyi analiz etme karmaşıklığını ortadan kaldırmak için hevristikler ve baş parmak kuralı gibi kısa yollar kullandığı yapılan araştırmalarca gösterilmektedir. Bu kısayollar, beynin mevcut tüm bilgiyi tamamen işlemeden tahminlerde bulunmasına yol açmaktadır. Hevristikler vasıtasıyla beyin büyük miktardaki bilgiyi organize eder ve hızla işlenmesini sağlar. Hevristiklerin kullanımı pratik ve kolay olmakla birlikte, yeni bir bilginin doğru olarak analiz edilmesini güçleştirmekte ve bunun sonucunda yanlış sonuçlara sebebiyet verebilmektedir¹⁵⁵. Hevristikler çok az düşünmeyi gerektirir. Sadece kuralın seçimi (kullanmak için doğru olmayabilen) ve söz konusu meseleye direkt olarak uygulanmasıdır. Sistemik düşünme; olaylara çok yönlü bakarak, düzenleme ve mümkün olduğunca daha çok ilişkili bilgiyi değerlendirme ve alternatif çözüm yolları üzerinde durarak sonuç üretmektir. Bu anlamda hevristikler sistematik düşünmeyle ters düşebilmektedir. Şüphesiz kararlar hevristiklere dayanmak zorunda değildir. Hangi tür durumların hevristik kullanımına yol açacağı ilgi odağı olmuş ve araştırmalar bu türden beş farklı duruma işaret etmektedir¹⁵⁶:

1. Aşırı bilgi yüklü olduğumuzda, bilgiyi tamamen işlemek zorlaşmaya başlamaktadır.
2. Kısayollar (hevristikler) daha çok bir meseleye ilişkin dikkatlice düşünmeye vaktimiz olmadığı zaman ortaya çıkmaktadır.
3. Şansa bağlı olmayan önemli olaylar üzerinde çok fazla düşünmek istenmemektedir.
4. Karar verirken gerekli çok az bilgiye sahip olma durumunda ortaya çıkmaktadır.

Geleneksel yaklaşımda, insanların olasılık yasasına göre sübjektif olasılık dağılımını doğru bir şekilde tayin ettikleri kabul edilmektedir. Fakat araştırmalar

¹⁵⁴ Atkinson, R.L., Atkinson, R.C., Smith, E.E., Bem, D.J. ve S. Nolenhoeksema, **Psikolojiye Giriş**, Çeviren Yavuz Alagan, 12th Edition, 1996, USA, s.714

¹⁵⁵ Nofsinger, 2001, a.g.e., s.113

¹⁵⁶ Aranson a.g.e., s.137

belirsizlik durumunda karar almada bireylerin birçok sistematik ayrılık gösterdiği durumlar ortaya koymaktadır. Tversky ve Kahneman (1974) bilinmeyen bir olayın ya da miktarın değerine olasılıkları tayin ederken ve rutin kararlar verirken insanların işlem karmaşıklığını ortadan kaldıran sınırlı sayıda hevristik ilkeleri (heuristic principles) esas aldığını öne sürmektedir. Genel olarak bu hevristikler oldukça faydalı olmakla birlikte, bazen de ciddi ve sistematik hatalara yol açtığı ifade edilmektedir.yargıları şekillendirirken temsillik hevristiki ile davranış hevristiklerin aşırı ve mevcut görüşleri destekleme yönünde kullanımı, aynı zamanda yanlış kullanımına da yol açmaktadır¹⁵⁷. Bilişsel sınırlılıkların insanları karar vermede hevristikleri kullanmaya bir anlamda zorlamasını Hirshleifer (2001) hevristik basitleştirme (heuristic simplification) olarak ifade etmektedir. Tversky ve Kahneman (1974) yargısal hevristik ilkeleri esas almaktan dolayı bilişsel yanlılıklara neden olan temelde üç hevristik üzerinde durmaktadır: temsiliyet (representativeness), mevcudiyet (availability), düzeltme ve referans (adjustment and anchoring).

2.5.1.1.1. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Kısayolu

Yatırımcıların yaptığı önemli hatalardan birisi de, yakın geçmişi uzun vadeli geleceği öngörmeye yardımcı olacağını varsaymaktır. Bu durumu düşünmelerini gerektiren olgu ise varlık türlerinin üç yıldan uzun sürelerde hafif bir ortalama geri dönüş eğilimi göstermesidir. Ortalama geri dönüşün anlamı nispeten iyi performans dönemlerinin nispeten kötü performans dönemlerini izleme eğilimidir. Bunun tersi de gerçekleşir. Nispeten kötü performans dönemlerini nispeten iyi performans dönemleri izler. Bu durum hiçbir koşulda kesinlik taşımaz. Fakat geçen birkaç yılın verimli varlık türünün alımını kötü bir işe çevirir.¹⁵⁸

Psikologlar insanların, sistematik olarak bazı türdeki bilgilere düşük ağırlık verirken, bazılarına da fazla ağırlık verdiğini tespit etmişlerdir. Bu durum mevcudiyet kısayolu ile açıklanmaktadır. Hafızada mevcut olma, bir olayın meydana gelme sıklığı yada olasılığını belirlerken kullanışlı ipuçları vermekle birlikte, bazı durumlarda da ciddi tahmin hatalarına neden olmaktadır¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Aronson, a.g.e., s.148

¹⁵⁸ Bernstein William, a.g.e., ss. 237-238.

¹⁵⁹ Barak, a.g.e., s.102.

Mevcudiyet kısayolu, psikoloji bilimi çerçevesinde kişinin, bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlanabilme kolaylığına dayalı olarak değerlendirmesini sağlayan etkili, ama yanılma payı yüksek genel bir karar verme kuralı olarak tanımlanabilir. Bir olguya ilişkin örnekleri kolayca hatırlayabilmemiz halinde, bu olgunun sıradan bir olgu olduğunu varsayarız. Örneğin eğer çevrenizde kanser sebebiyle ölmüş arkadaşlarınız varsa, kanserden dolayı ölüm oranının yüksek olduğunu düşünebilirsiniz.

Olasılığı düşük olan risklere dair piyasada çıkan yorumlar, haberler, onun hatırlanabilirliğini ve kavranmasını artırmakta, mevcudiyet kısayoluna neden olmakta, bu da eldeki verilere bakılmaksızın, dikkate alınmaksızın algılanan riskin artmasına sebebiyet vermektedir. Örneğin, medyada çarpıcı ve sıradışı haberlerle belirli konuların ayrıntılı olarak ele alınması algılanan riski de beraberinde artırmaktadır¹⁶⁰

İnsanlar güncel bilgilere dayalı fikirlere daha fazla güven ve ilgi duymakta ve problemlere, senaryolara ve dikkat çeken, göze çarpan bilgiye, somut örneklerle daha fazla ağırlık vermektedirler. Buna karşın, ilgili özet, istatistiki ve temel oranlara ise daha az önem vermektedirler¹⁶¹

Tversky ve Kahneman'a göre, insanlar bilginin sıradışı (alışılmamış) olmasına çok fazla dikkat ederken, bilginin geçerlilik derecesine aynı dikkati göstermemekte ve kaynağın güvenilirliğine bakılmaksızın bu bilgiye güvenmekte ve bu bilginin tahmini değerinin bilinmemesine rağmen bilgiden kendilerine göre güçlü veya güvenilir sonuçlar çıkarmaktadırlar.

Mevcudiyet kısayolunun bir diğer etkisi de, insanların kendilerine ait inançlar, sahip oldukları bilgiler ve taraf oldukları durumlar ile ilgili olan bilgilere destek veren veya paralel olduğunu düşündükleri yeni bilgilere (haberlere) verdikleri değeri bunun aksi olduğuna inandıkları bilgilere (haberlere) vermemeleridir. Yani mevcudiyet kısayolu vasıtasıyla yeni gelen bilgileri tam olarak değerlendirmeden zihinlerinde önceden bulunan kısayollara göre değerlendirip karar vermektedirler.

¹⁶⁰ Slovic, Paul, Baruch, Fishhoff and Lichtenstein, 1980, **Facts Versus Fears: Understanding Percieved Risk** (eds) Kahneman, D., P., Slovic and A.Tversky, **Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases**, 1982 de ss. 463-489.

¹⁶¹ Tversky A., Kahneman, D., **Jugment under Uncertainty:Heuristics and Biases**,Science, New Series,Volume 185,Issue 4157,1974, ss. 1124-1131., s.1127.

Yatırımcıların rağbet gören hisse senetlerine yönelmeleri, piyasada yaşanan bir krizden sonra zarar gören yatırımcıların uzun süre borsaya uğramamaları veya yatırımcının dövize yatırım yapıp kurların uzun bir süre düşmesinden dolayı tekrar döviz yatırım pozisyonu almaktan kaçınması gibi yaşanan tecrübeler sonucu ortaya çıkan davranış biçimleri bu şekilde açıklanabilir.

Yakın geçmişin kurbanı olma olarak da adlandırılabilir bu durumu şu örnek ile inceleyebiliriz:

Aşağıdaki tabloda altı varlık türüne yer verilmiştir, bunlar küçük ve büyük sermayeli ABD şirketlerinin yanısıra İngiltere, kıta Avrupası, Japon ve Pasific Rim hisseleri. 1970 ile 1999 arasındaki dönemlerde beşer yıllık aralıklarla performansları analiz edilmiştir.

Tablo 2.1.: 1970-1979 Yılları Arası En İyi Varlık Türü Performans Tablosu

Dönem	En İyi Varlık Türü	İzleyen Beş Yıllık Süredeki Sıralama (1-6 arası)
1970-1974	Japon	4
1975-1979	Küçük Sermaye ABD	1
1980-1984	Küçük Sermaye ABD	6
1985-1989	Japon	6
1990-1994	Pacific Rim	5
1995-1999	Büyük Sermaye ABD	4

1970 ile 1974 yılları arasında en iyi performansı gösteren Japon hisseleriydi; fakat 1975 ile 1979 arasındaki dönemde dördüncü oldu. O yıllarda en iyi performansı küçük sermayeli ABD şirketlerinin hisseleri gösteriyordu, 1980 ile 1984 yılları arasında da en iyi performans bu hisselerindi. Fakat bir sonraki dönemde, yani 1985 ile 1989 arasında en son sıradaydılar. 1985 ile 1989 arasında en iyi performansı gösteren Japon hisseleri oldu, fakat Japon hisseleri 1990 ile 1994 arasında son sırada yer aldı. Bu dönemde en iyi performans gösteren Pasific Rim hisseleriydi, bu hisseler 1995 ile 1999 arasındaki dönemde sondan ikinciliğe düştü. 1990'ların sonlarında en iyi performans gösteren varlık türü büyük sermayeli ABD şirketlerinin hisseleriydi ve onlarda izleyen dönemde liderlikten dördüncü sıraya düşmelerini engelleyemediler¹⁶².

¹⁶² Bernstein William, a.g.e., s.239.

Mevcudiyet kısayolu belirsizliğin hakim olduğu finansal piyasalarda da görülmektedir. Biases'in deneysel çalışmasında mevcudiyet kısayoluna maruz kalan deneklerin açılış fiyatı ya da en son piyasa faaliyetleri türünden açık ve dikkat çekici bilgiye daha fazla ağırlık vererek, bu haberlere aşırı reaksiyon gösterdiği ve karlı olmayan işlem emirleri verdikleri görülmektedir.

2.5.1.1.2. Temsiliyet (Temsilik) Kısayolu:

Temsiliyet (Temsilik) kısayolu yatırımcıların karara varırken en son, en fazla göze batan ve sıradışı görünen unsurlara (verilere) aşırı ağırlık vermesi ve populasyonunun dağılımının istatistiksel özelliklerini göz ardı etme eğilimidir¹⁶³.

Temsiliyet kısayolu, bir şeyin olasılığının belirgin bir stereotipi ne kadar karşıladığına yada temsil ettiğine göre değerlendirme yöntemidir. Bu anlamda temsiliyet kısayolu, bir kişinin başka ilişkili bir bilgiyi reddetmesine yol açmaktadır. Yani bir karar aşamasında bazı bilgiler başka bazı bilgilerin gölgesi altında kalabilmektedir. Olasılıkların subjektif olarak belirlenmesi uzaklık yada büyüklük gibi fiziki değerlerin subjektif olarak belirlenmesine benzemektedir. Bu kararlar kısayol ilkelerine göre işlenen sınırlı geçerliliğe sahip veri yada verilere dayanmaktadır. Örneğin, bir objenin gözükme uzaklığı onun açıklığı ve net görünmesine göre belirlenmektedir. Objeye ne kadar çok net gözükürse, o kadar da çok yakın gözükülecektir. Çünkü objeye uzaklaştıkça, daha yakın objelere kıyasla daha az net gözükülecektir. Ancak bu kurala güvenen kişiler üzerinde uzaklığın tahmininde sistematik hatalara yol açmaktadır. Bu noktada görünürlük düzeyi, kararı etkileyen en temel unsurdur¹⁶⁴

Temsiliyet kısayolu, yatırımcıların iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın, bu hisseleri seçmesi fikrine dayanmaktadır. Favori olmayan hisseler kötü şirketlerle ilişkilendirilmekte ve çoğu zaman toplam getiri fırsatları ne olursa olsun, yatırım yapılması düşünülmemektedir. Yatırımcılar "iyi bir hisse, iyi bir şirketin hisseleridir" ihtimalini abartma eğiliminde bulunmaktadır. Temsiliyet kısayolu, iyi şirketlerin

¹⁶³ Barberis, Nicholas, Andrei, Shleifer and Robert, Vishny, **A Model of Investor Sentiment**, Journal of Financial Economics, Vol: 49, 1998, ss: 307-343.
www.lsvasset.com/pdf/Investor-Sentiment.pdf 23.09.2007

¹⁶⁴ Rabin Matthew, **Psychology and Economics**, Journal of Economic Literature, March 1998, Vol.36 pp: 11-46., s.24

hisselerinin tercih edilmesine yol açmakta ve sonucunda da bu hisseler yüksek ödemeler yapılmakta ve gerçekte daha büyük toplam getiri potansiyeli olabilen kötü olarak algılanan şirketlerin hisselerinden de kaçınılmaktadır. Temsiliyet kısayolunun yatırımcıların piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmasını engellediği ve dolayısıyla kayıplara neden olduğu öne sürülmektedir¹⁶⁵.

Temsiliyet kısayolu insanlarda, küçük bir örneklemin, tüm popülasyonu tamamen temsil ettiğine inanmalarına sebep olmaktadır. Örneğin fonların en son performansı, gelecekteki görünümünün tamamen temsili olduğu inancının oluşmasına neden olmaktadır. Bunun sonucu ise, yatırımcılar büyük ölçüde, fonların geçmiş performansını izlemektedirler¹⁶⁶.

Yatırımcılar çoğunlukla, bir işletmenin geçmişteki olumlu performansının gelecekte de devam edeceğine inanırlar. Temsiliyet kısayolundan kaynaklanan bu inanç yatırımcılarda aykırı olan bilgilerin (uyumlu olmayan) reddedilmesine neden olmaktadır. Oysa iyi işletmelerin sonsuza kadar iyi işletmeler, kötü işletmelerinde sonsuza kadar kötü işletmeler olarak kalması mümkün değildir¹⁶⁷.

2.5.1.1.3. Düzenleme ve Referans Kısayolu:

İnsanlar bir başlangıç değerinden yola çıkarak ve bu değer üzerinde düzeltme yaparak son karara varmaktadırlar. Belirli bir başlangıç noktası yada başlangıç değeri problemin formülasyonu veya bir hesaplamanın sonucu olarak kabul edilebilir. Bu durumda başlangıç değerinden veya noktasından etkilenen bilginin sonucunda alınacak kararların farklı sonuçlarının olmasıdır. Bu nedenle her iki durumda da yapılan düzeltmeler eksik ve yetersiz kalmaktadır¹⁶⁸.

Herhangi bir belirsizlik durumunda veya risk içeren kararlarda insanlardan bir tahminde bulunması istendiğinde genellikle açık yada akla gelmesi kolay olan rakamları (ortalama veya medyan gibi) referans noktası yapmakta ve bu referans noktasını baz alarak cevaplarını yukarıya veya aşağıya doğru değerlemektedir.

¹⁶⁵ Nofsinger, John R., **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it**, Pearson Education, 2001, s:114

¹⁶⁶ Barber, Brad M., Odean, Terrance ve Zheng, Lu, **The Behavior of Mutual Fund Investors**, UCLA Working Paper, 2000, 1-29.

¹⁶⁷ Döm Serpil, **Yatırımcı Psikolojisi**, 8. Ulusal Finans Sempozyumu, 2004, İstanbul, İstanbul Teknik Üniversitesi, 2004, s.50

¹⁶⁸ Tversky ve Kahneman, 1974, a.g.e., s.1128

Yatırımcılar yeni bir finansal varlığa yatırım yapacaklarında portföylerinde bulunan diğer yatırım araçlarının kayıp veya kazanç durumuna göre kendilerine alacakları kararda dayanak olacak bir referans noktası oluşturup bu noktaya göre değerlemeye giderler.

İnsanlar herhangi bir tahmin probleminde, sıklıkla açık yada kolay akla gelebilecek ortalama rakamları referans noktası yapmakta ve bu noktayı baz alıp aşağı yada yukarı yönde kararlar vermektedir. Bu durum sadece tahmin konusu başlangıç aşamasında verildiğinde değil, aynı zamanda bazı tamamlanmamış hesaplamaların sonuçları üzerine yapılan tahminlerde de meydana gelmektedir. Örneğin, Tversky ve Kahneman'ın yapmış oldukları sezgisel numara tahmini üzerine yapılan bir çalışmada da bu etki gözlemlenmiştir. Deneklerden ($2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8 = ?$) çarpma işlemini 10 saniyelik bir süre içerisinde yapmalarını istemişlerdir. İlk dizilişe göre yapılan deneyde çarpma işlemine verilen cevapların ortalaması 512 olarak bulunmuştur. İkinci grup deneklere ise aynı işlemi sadece rakamların yerini tersten yazarak değiştirilmiş şekilde vererek ($8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 = ?$) yaptırılmış ve ikinci grup deneklerin çarpma işlemine verdiği cevapların ortalaması 2250 olarak bulunmuştur. Bu deneyde ortaya çıkan sonuç insanların sonunu bilemedikleri bir dizi bilgi ile karşılaştıklarında, başta tespit ettikleri bilgilerden kendilerine bir referans noktası oluşturup kararlarını bu referans noktasına göre düzenleyip verdikleridir. Bu deney çalışmasında başlangıç değeri ne kadar düşürülürse sonuçlarında doğrusal olarak bu durumdan etkilendiği gözlemlenmiştir¹⁶⁹.

Yine referans kısayolu ile Tversky ve Kahneman tarafından yapılan bir deneyde, deneklere cevapları yüzde ile ifade edecek şekilde "Birleşmiş Milletlerdeki Afrika Ülkelerinin oranı nedir?" sorusu sorulmuştur. Deneklerden öncelikle önlerinde duran ve üzerinde 1'den 100'e kadar sayıların yer aldığı çarkifeleği çevirmeleri daha sonra soruya cevap vermeleri söylenmiştir. Sorunun cevabı ile çarkifelekte gelen sayı arasında hiç bir rasyonel olmadığı düşünülürken deneklerden gelen cevapların çarkifelekte çıkan sayılardan etkilendiği gözlemlenmiştir. Gözlemlenen sonuçlara göre BM'deki Afrikalı ülkelerin oranını %25 olarak tahmin eden grubun çarkifelek ortalaması (kendilerine kullandıkları referans noktası) 10 iken, %40 olarak tahmin

¹⁶⁹ Tversky ve Kahneman, 1974, a.g.e., s.1128

eden grubun çarkıfelek ortalaması 65'tir¹⁷⁰.

2.5.1.2. Optimum Karar Almayı Engelleyici Bilişsel Yanlılıklar

Bireyin rasyonaliteden şaşkırtıcı ayrılmalar gösterdiği durumlar bilişsel ayrılıklar olarak tanımlanmaktadır. Bilişsel psikologlar ve davranışsal araştırmacılar tarafından devamlı olarak insanların karar verme sürecinin; halen sistematik ve irrasyonel eğilimlere maruz kaldığına açık kanıtlar ortaya konulmaktadır. Bu bilişsel önyargılar (bazen yanılsama olarak da tanımlanmakta) sadece eğitimsiz ve zeki olmayan insanlarla sınırı olmayıp; toplumun bütün kesimlerini anlaşılabilir bir tutarlılık ve devamlılıkla etkilediği öne sürülmektedir¹⁷¹.

Edwards ve Winterfeldt'in yapmış oldukları çalışmalara göre , bilişsel önyargıların ortaya çıkması için bazı şartların var olması gerektiğini iddia etmişlerdir. Bu koşullar¹⁷²;

- Yargı sonucu ortaya çıkan cevap ile, doğru cevap arasında sistematik ayrılıkların bulunması durumunda,
- Soruların cevaplanması sırasında tamamen sezgilerden yararlanılması durumunda, yani fiziki araçlardan yararlanmaksızın sezgiler yardımı ile cevap aranması durumunda,
- Zihinsel bir soruya doğru cevabı belirlemede bazı formal ilkelere dayanarak yararlanma durumunda bilişsel önyargılar oluşmaktadır.

Davranışsal finans literatüründe bilişsel önyargıları tespit etme ve açıklama amacı ile ilgili birçok deneysel çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar içerisinde en önemli olanlar Tversky ve Kahneman'ın (1971, 1973, 1974, 1981, 1989, 1992) yaptıklarıdır. Bunların içerisinde Kahneman ile Tversky'nin 1979'da *Econometrica*'da ortak yayınladıkları makale¹⁷³ bu alanda son yirmi yılda en çok atıfta bulunulan makalelerden birisi olmuştur.

¹⁷⁰ Tversky ve Kahneman, 1974, a.g.e., s.1128

¹⁷¹ Hanson, J.D., D.A. Kaysar, **Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation**, New York University Law Review, 1999, ss.630-749, s.635

¹⁷² Edwards, W., D. Winterfeldt, **On Cognitive Illusions and Their Implications**, Southern California Law Review, 1986, ss.401-451

¹⁷³ Kahneman, D., Tversky A., **A Prospect Theory an Analysis of Decision Under Risk**, *Econometrica*, 47, 1979, ss.263-291.

2.5.1.2.1. Aşırı Güven Yanlılığı

Aşırı güven yanlılığı, insanların sahip olduğu bilgilere gerçekte olduğundan daha fazla değer vererek bu bilgilere yüksek güven duymaları ve önem vermeleri veya inançlarını bu yönde pekiştirme eğiliminde olma durumudur.

Aşırı güven yanlılığı sebebiyle insanlar elde ettikleri başarıları (kazançları) kabiliyetlerinin (yeteneklerinin) bir sonucu olarak görürken kayıplarını (zararlarını) veya başarısızlıklarını dışsal faktörlere, örneğin kötü talihe bağlamaktadırlar. Bunun sürekli yapılması insanların hatalarını görmezlikten gelmelerine, başarılarını da abartmalarına yol açmaktadır.¹⁷⁴

Bilişsel psikoloji üzerine yapılan çalışmaların önemli bir bölümü insanların çoğunlukla aşırı güvene sahip olduğunu ve özelde ise kendi bilgilerinin doğruluğuna ilişkin, aşırı güvene sahip olduğunu öne sürmektedir. Psikolojik bulgular aşırı güvenin, insanları; bilgilerinin değerini aşırı tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol etme becerilerini abartmaya neden olduğunu göstermektedir. Kendini kandırma teorisi, insanların olduğundan daha iyi (daha zeki, daha yetenekli, daha dikkatli, vb.) olduğu yönünde düşünme eğilimidir. Bu bağlamda kendini kandırma teorisi insanların kendi bilgilerinin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla değerli olduğuna inandığını göstermektedir¹⁷⁵.

Aşırı güven yanlılığını ölçme amaçlı yapılmış bir çalışmada, sürücülerin %80'i genel ortalamadan daha iyi sürücü olduklarını iddia etmektedir. Aktif yatırımcılar arasında yapılan bir ankette yatırımcıların yarıdan fazlası ortalamanın üzerinde yetenekleri olduğunu söylemiştir¹⁷⁶.

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam¹⁷⁷,a göre kişiler kendi edindikleri bilgiye daha fazla önem verirler, insanlarda herkes tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğunu ve değerini abartma eğilimi vardır. Bu nedenle, yatırımcılar herkes

¹⁷⁴ Lawrence, A., Cunningham, **Behavioral Finance and Investor Governance**, Cardozo Law School, 2001, Public Law and Legal Theory Research Paper Series, Working Paper No: 32, s.18 <http://ssrn.com/abstract=255778> (12.08.2007)

¹⁷⁵ Döm, a.g.e., 2003, s. 61

¹⁷⁶ Moore, D.A., Kurtzberg, T.R., Fox, C.R., Bazerman, M.H., **Positive Illusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions**, Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol:79, No:2 August 1999, ss.95-114

¹⁷⁷ Daniel, Kent, David Hirshleifer, Avanidhar Subrahmanyam, **Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions**, The Journal of Finance, 1998, No:53/6, ss.1839-1885.

tarafından bilinen, kamuya açıklanan mali tablolar gibi, bilgileri dikkate almazken, şirketler hakkında piyasada dolaşan tüyolara ve dedikodulara dikkat kesilirler. Doğruluğundan emin olmasalar bile insanlar ellerindeki enformasyonun işlem yapmak için yeterli olduğunu düşünmektedirler.

Wall Street Journal'ın 14 Eylül 1998 tarihli sayısında yatırımcıların önyargılarıyla ilgili bir makalede yazar Greg Ip, 1998 yazındaki piyasa düşüşünün ardından yatırımcıların tutumlarındaki değişiklikleri inceledi. Yatırımcıların beklentilerini aşağıdaki çizelgede gösterdi.

Tablo 2.2.: 12 Aylık Dönemde Beklenen Piyasa ve Portföy Getiri Oranları

<i>Beklenen Getiri</i>	<i>Haziran 1998</i>	<i>Eylül 1998</i>
Gelecek 12 ay, kendi portföyü	%15.20	%12.90
Gelecek 12 ay, piyasa geneli	%13.40	%10.50

Bu tabloda ilk göze çarpan durum, sıradan yatırımcının piyasayı Haziran 1998'deki tahmininde %1,8, Eylül 1998'deki tahmininde ise %2,4 geçmeyi ummasıdır. Bazı yatırımcılar bunu başarabilecekken, sıradan yatırımcıların bunu yapması düşük bir ihtimal olarak görülür.(G.Ip)¹⁷⁸

Aşırı güvenle ilgili faktörler ilginçtir. İş karmaşıklaştıkça, kendimize daha fazla güven duymaya başlarız. İnsanın çabalarının ayarlanması da bir başka faktördür. Geri besleme bağlamı ya da faaliyetlerimizle sonuçları arasındaki zaman uzadıkça, kendimize güvenimiz daha da artar¹⁷⁹.

Aşırı güven yanlılığı, yatırımcıların bilgilerinin doğruluğunu yanlış yorumlamasına ve bu bilgiyi analiz etme becerilerini olduğundan yüksek özellikle düşünmesine sebep olmaktadır. Bu da, yatırımcıların hisse senedi değerlemelerinde ve hisse fiyatlarının ileriye dönük hareketlerine dair kendi tahminlerine aşırı güven duymaya teşvik etmektedir. Aşırı güven aynı zamanda, kötü yatırım kararlarına, yüksek miktarda işlem yapmaya, yüksek riskler almaya neden olmakta ve bütün bu yanlış hamlelerden sonra da portföy kayıpları şeklinde ortaya çıkmaktadır¹⁸⁰.

¹⁷⁸ Greg Ip, Wall Street Journal, 14.09.1998

¹⁷⁹ Bernstein, William, a.g.e. s.235.

¹⁸⁰ Nofsinger, 2001, a.g.e., s.23

2.5.1.2.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı

Psikoloji biliminde gerçek olmayan iyimserlik veya pozitif yanılsama olarak tanımlanan aşırı iyimserlik yanlılığı, insanların içinde buldukları belirsizlik içeren durumlar hakkında ileriye dönük alacakları kararlarda anlık psikolojik huzur açısından rahatlatıcı yönde etki yapsa bile karar alma aşamasındaki değerlendirmelerin gerçek olmayan şartlara göre yapılmasından ötürü ilerleyen zamanlarda genellikle olumsuz etkiler doğurur.

Davranışsal finansın en tutarlı bulgularından biri olan aşırı iyimserlik yanlılığı, insanların kazanma ihtimali düşük getirisi yüksek bahislere, piyango ve loto gibi şans oyunlarına duyduğu eğilimin temel sebeplerinden biridir.

Aşırı iyimserlik yanlılığı; olayların önceden tahmin edilebileceğine inanç eğilimi ve iyi sonuçların kendimize, kötü sonuçların ise şansa veya kendimiz dışındaki faktörlere bağlı olduğunu iddia etme eğilimleri sonucu oluşur. Bu eğilimlere ek olarak, piyasayı etkileyebilecek sihirli düşüncelerin oluşabileceğine inanma eğilimi ve fala inanma eğilimi de, aşırı iyimserlik yanlılığının karar almada etkili olmasına neden olabilmektedir.

Olayların önceden kestirilebileceğine olan inanç eğilim: Bazı insanlar, geleceği tahmin etme konusunda fazla iddialı olmakta ve bunu abartabilmektedirler. Dolayısıyla, geleceğin öngörülmesinde rahatlık hisseden bu tip insanlar, belirsizlik koşullarını hafife almakta ve aşırı iyimserlik havasıyla kararlar alabilmektedirler. Bunun bedeli, piyasada zaman zaman zarar etmek olarak ödenebilmektedir.

İyi sonuçları kendimize, kötü sonuçların ise şansa bağlı olduğunu iddia etme eğilimi: Bu eğilimde de, başarısızlığın suçunu başkasına atma yaklaşımı söz konusudur. Öğrencilerin, tipik olarak tam not aldıklarında “100 aldım” derken, kötü not alıp, sınıfta kaldıklarında ise “hoca 20 verdi” demeleri buna en iyi örnek olarak verilebilir.

Sihirli düşüncelerin oluşabileceğine inanma eğilimi: Bu eğilimde, insanlar birisinin yada bir olayın piyasayı etkileyebileceğine inanırlar. Bu nedenle, bazen istatistiki bilgiye ve aşırı önem verirler¹⁸¹. Esasen sihir sözcüğü, din tarihçileri tarafından kullanılmaktadır. Ancak, nedensel ilişkileri içerdiğinden tarihten çok

¹⁸¹ Cornicello, a.g.e., s.30.

bilimle bağlantısı vardır. Bazı bilişsel psikoloji alanında yer alan araştırmacılar, sihir duygusunun insanın doğasında olduğunu iddia etmektedirler¹⁸². Bazı insanlar, bilimsel hiçbir açıklaması olmamakla birlikte bazı sayıların uğuruna inanırken, bazı sayıların (13 gibi) uğursuzluğuna inanmaktadırlar. Örneğin, sınavdaki başarıyla hiçbir ilgisi olmamasına rağmen üniversite sınavına girecek öğrencilerden bazılarının üzerine dua okunmuş pirinçleri yutmaları, yada ebeveynlerin onlar için dua okumalarının sihirli düşünceye örnek olarak verilebilir. Aynı kişilerin, borsada yatırım yaparken ayın 13'nde hiçbir işlem yapmamaları ve ertelemeleri de söz konusu olabilir.

Fala inanma eğilim: İnsanların önemli bir bölümü fala inanmaktadır. Hiçbir bilimsel yanı olmayan, kahve yada astroloji falı özellikle hanımlar tarafından yoğun ilgi görmektedir. Falda söylenebilecek gelecekle ilgili iyimser şeyler sonucunda, insanların aşırı iyimserliğe kapılmaları söz konusu olabilir¹⁸³.

Bu açıklamalar dahilinde aşırı iyimserlik yanlılığı, aşırı güven yanlılığı ile birlikte düşünüldüğünde hisse senetleri piyasalarında görülen şişmeler ve aşırı alım satım sonucu ortaya çıkan masraflar için bir açıklama olabilir.

2.5.1.2.3. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı

Pişmanlık doğru karar verilmemesinden dolayı maruz kalınan duygu olarak tanımlanmaktadır. Pişmanlık insanların verdikleri kararları etkileyebilmektedir. Pişmanlık korkusu veya pişmanlıktan kaçınma yanlılığı, insanların hatalı olarak davrandığı duygusal reaksiyonlar üzerinde durmaktadır. İnsanların geniş bir perspektiften bakmadan, en küçük hatalarında dahi pişmanlık hissetmesi genel eğilimlerinden bir tanesi olmaktadır. Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirerek, kazananları çok çabuk elden çıkarması pişmanlıktan kaçınma yanlılığına bir örnektir. Yatırımcılar hisseyi satmaya karar verdikleri zaman hisselerin ilk satın alma fiyatından duygusal olarak etkilenmektedir¹⁸⁴.

¹⁸² http://en.wikipedia.org/wiki/Magical_thinking#Overview (12.07.2007)

¹⁸³ Tufan, **Davranışsal Finans**, a.g.e., ss.61-62

¹⁸⁴ Döm, 2003, a.g.e., s.90

Shiller'a göre yatırımcılar, kayıp gerçekleştirme ihtimali olan hisse senedini elde tutarak, kötü yatırım yaptığına ilişkin pişmanlık hissi duymamak ve kayıp raporlama sıkıntısından kurtulmak istemektedirler¹⁸⁵.

2.5.1.2.4. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı

Yapılan araştırmalar sonucunda insanların tercihlerinde yerel spor takımlarını tuttuklarını veya çalıştıkları şirketler ile kendi bölgelerinde bulunan borsalarda işlem gören şirketlerin hisselerini tercih ettikleri tespit edilmiştir. Bunun temel nedeni, spor takımları yada şirketlerin ve dolayısıyla işverenin bilindik olmasıdır. İnsanların tanıdık oldukları şeyleri, bilmediklerine göre tercih ettiği görülmektedir. İnsanlar kazanma ihtimali veya kaybetme riski eşit olan iki seçenektense daha çok tecrübeye sahip olduğu seçeneği seçmektedir. Gerçekte, ise bu olgu bir adım daha öteye giderek bazen bireylerin kazanma ihtimali düşük ve daha fazla risk taşıyan seçeneği fakat daha fazla aşına olması sebebiyle tercih ettiği örnekler karşımıza çıkabilmektedir.¹⁸⁶

Aşına olan yatırım yapma eğilimi, bu hisselerle daha fazla yatırım yapmaya gidilerek, düşük çeşitlendirmeye yol açmaktadır. Aşinalık algılanan riski gerçek riske göre daha düşük göstermekte ve sonucunda da yatırımcı yeterince çeşitlendirmeye gitmemektedir. Araştırmalar sadece bireysel yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların da büyük ölçüde bilgi kaynaklarına ve analiz araçlarına sahip olmalarına rağmen, yerel firmalara yatırım yapma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Özellikle de riskli olarak kabul edilen küçük yerel şirketlerin hisselerine çok fazla yatırım yapılmasına neden olmaktadır¹⁸⁷.

French ve Poterba'nın¹⁸⁸ yaptıkları bir çalışmada Amerika Birleşik Devletleri'ndeki yatırımcıların %94'ünün, Japonya'daki yatırımcıların %98'inin ve İngiltere'deki yatırımcıların %82'sinin kendi ülkelerine ait şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını söylemektedirler. Fakat modern portföy teorilerine

¹⁸⁵ Shiller, 1998, a.g.e., s.s.1-28

¹⁸⁶ Nofsinger, 2001, a.g.e., s.117.

¹⁸⁷ Döm, 2003, a.g.e., ss.83-84

¹⁸⁸ French, Kenneth R. and James M., Poterba, **Investor Diversification And International Equity Markets**, American Economic Review, 1991, v81(2), 222-226. American Economic Review, Vol:81 (May 1991), pp.222-226 <http://www.nber.org/papers/w3609.v5.pdf> (13.07.2007)

göre riskin dağıtılması için yatırımların farklı ülkelere ait araçlara yapılarak yayılması önerilmektedir¹⁸⁹.

Grinblatt ve Moskowitz çalışmalarında Finlandiyalı yatırımcıların ülkeleri içerisinde coğrafi konum olarak kendi yaşadıkları bölgeye daha yakın şirketlerin hisse senetlerini uzak olanlara göre tercih etme eğilimlerinin daha güçlü olduklarını bulmuşlardır¹⁹⁰.

2.5.1.2.5. Temayüle Uyma Yanlılığı (Sürü Psikolojisi)

Temayüle uyma yanlılığı, bir grup yatırımcının aynı zaman diliminde aynı hisse senedini almaları veya satmalarını¹⁹¹. Temayüle uyma yada sürü psikolojisi olgusu yaygın bir sosyal olgudur. Bir kitabın en çok satanlar girmesi nedeniyle satın alınması yada moda uyma anlayışı temayüle uyma eğilimine en tipik örneklerdir. Özellikle küçük yatırımcıların bilgiye ulaşmaları zor ve masraflı olduğundan, piyasada genelde ne yapılıyorsa, onu yapma eğilimi vardır.

Finansal krizlerin yaşandığı hemen hemen çoğu piyasalarda sürü davranışı olumsuz ve istenmeyen bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcılar ve fon yöneticileri yeterli bilgiye sahip olmadan riskli işlere girmekle ya da kendi özel bilgisini reddederek sürü davranışı göstermekle suçlanmaktadır¹⁹².

2.5.1.2.6. Yanlış İlişkilendirme Yanlılığı

Yanlış ilişkilendirme yanlılığı birbirinden tamamen bağımsız iki değişken arasında ilişki kurmaktır. Johnson ve Tversky¹⁹³ yanlış ilişkilendirme yanlılığını insanlarda risk değerlendirmesini nasıl etkilediği konusunda çalışmışlardır. Yapılan deneyde kontrol grubundaki deneklere insanı karamsarlığa itecek olumsuz hikayeler okunduktan sonra, deneklerden deneyde verilen muhtemel 18 ölüm nedeninin

¹⁸⁹ Baxter, Marianne, Urban, Joseph, Jermann, **The International Diversification Puzzle is Worse than You Think**, The American Economic Review, Vol. 87, No. 1 (Mar., 1997), pp. 170-180

¹⁹⁰ Grinblatt, Mark and Moskowitz, Tobias J., **The Cross Section Of Expected Returns And Its Relation To Past Returns: New Evidence**, October 1999, CRSP Working Paper No:503; Yale ICF Working Paper No. 99-09 <http://ssrn.com/abstract=188608> (13.08.2007)

¹⁹¹ Nofsinger John R. ve Richard W.Sias, **Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors**, Journal of Finance, Vol.54, No.6, December 1999, s3

¹⁹² Döm, 2003, a.g.e., s.134

¹⁹³ Johnson, Eric.J. ve A.Tversky, **Affect Generalization and the Perception of Risk**, Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 45 Stanford University Department of Psychology, Jun 1983, ss.20-31

gerçekleşme olasılığını puanlamaları istenmiştir. Olumsuz hikayeler dinleyen denekler, bütün ölüm nedenlerinin gerçekleşme olasılığını, diğer deneklerden daha fazla puanlamışlardır. Aynı çalışmada bu defa kontrol grubundaki deneklere pozitif içerikli hikayeler okunmuştur. Pozitif içerikli hikayeleri dinleyen grup hiç hikaye dinlemeyen gruba göre daha iyimser değerlendirmeler yapmıştır. Bu deneyde deneklere okunan hikayelerle ölüm nedenleri arasında herhangi bir ilişki yoktur. Buna rağmen deney, insanların karar verirken çevrelerindeki olumlu ya da olumsuz havadan etkilendiklerini göstermektedir.¹⁹⁴

¹⁹⁴ Lucey,Brain,M. ve Micheal, Dowling, **The Role of Feelings in Investor Decision-Making** Trinity College, Dublin School of Business; University of Dublin,October 2004
<http://ssrn.com/abstract=346302> (14.08.2007)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL YATIRIMLARIN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Yatırımlar gelecekte kazanç elde etmek için bugünden belirli bir tutarı belirli bir işe, araca bağlamak olarak tanımlanır.¹⁹⁵ Bu anlamda yatırım kavramı yatırımcının bugün elde edebileceği faydadan; gelecekte daha fazlasını elde etme beklentisi ile vazgeçmek olarak da algılanabilir. Yatırımlar reel ve finansal yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılırlar. Reel yatırımlar bina, arsa, arazi vb, fiziksel nitelik taşıyan varlıklara yapılan yatırımlar olarak tanımlanırken, finansal yatırımlar reel yatırımların dışında kalan yatırımcısına faiz, kar payı, sermaye kazancı, vade farkından dolayı arbitraj vb. kazançlar sağlayan araçlara yapılan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır.

Bu bölümde bireysel yatırımcıların finansal yatırım tercihleri davranışsal finans teorisi açısından değerlendirilecektir. Davranışsal finans teorisi ikinci bölümde incelenmişti. Aşağıda finansal yatırımlar banka mevduatı, döviz, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil-bono, repo ve altın olmak üzere yedi başlık altında açıklandıktan sonra araştırma bulgularına yer verilmiştir.

3.1. Finansal Yatırımlar

3.1.1. Banka Mevduatı

Banka mevduatı, kişilerin banka ile yapmış oldukları belli bir sözleşme dahilinde, istediklerinde veya belirli bir vadenin sonunda çekilmek üzere, belirli bir faiz oranı üzerinden bankaya para yatırma işlemi olarak ifade edilebilmektedir. Mevduat, vadesi yönünden vadeli, vadesiz ve ihbarlı olmak üzere üçe, kaynakları bakımından da bankalar mevduatı, resmi mevduat, ticari mevduat ve tasarruf mevduatı olmak üzere dörde ayrılır. Kişilerin banka ile mevduat yatırım aracı dolayısıyla teması sonucu ortaya çıkan borç alacak ilişkisini ifade etmek üzere ise

¹⁹⁵ Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, a.g.e., s.3

bankalar tarafından hamiline düzenlenmiş vadeli hesaplara karşılık verilen belgeye ise mevduat sertifikası adı verilmektedir.

Para yaratan finansal kurumlar kategorisine giren bankalar bir aylık, üç aylık, altı aylık ve oniki aylık faiz rakamlarını sürekli açıklarlar. Bu açıklanan faiz oranları dahilinde yatırımcı parasını belirli bir faiz oranı üzerinden ve belirli bir vadede tarafına geri ödemek kaydı ile bankaya borç verir. Bu vade sonunda yatırımcının hesabında vade başlangıcında yatırdığı anapara ve vade süresince bu anapara üzerinden kazandığı faiz miktarının toplamı olan meblağ bulunur. Yatırımcılar vadeden önce paralarını bankadan çekerler ise geçen süreye bakılmaksızın sadece başlangıçtaki anaparalarını geri alırlar. Risklilik derecesine göre bütün yatırım araçları içerisinde en az risk derecesine sahip olan araçlardan biri olan banka mevduatı, kar/zarar bazında değerlendirildiğinde enflasyon oranı veya alternatif yatırım araçları getirisi dikkate alınmadığı müddetçe yatırımcısına her zaman vade sonunda başlangıçtaki anaparadan daha fazla bir miktarı sunmasından dolayı her zaman kazandıran bir araç olarak tanımlanabilir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 31.10.2003 tarih, 1143 sayılı Kararı ile, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun ilgili maddeleri uyarınca hazırlanan "Sigortaya Tabi Tasarruf Mevduatı ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere İlişkin Esaslar" dahilinde 05 Temmuz 2004 tarihinden itibaren her bir yatırımcı için 50.000 YTL'ye kadar olan mevduatlar devlet güvencesi altındadır". Bu karar mevduatın en büyük avantajıdır; çünkü 50.000 YTL'lik devlet güvencesi küçük tasarruf sahipleri için mevduatı seçmede önemli bir etken olmaktadır.

3.1.2. Döviz

Döviz, ulusal para dışındaki tüm yabancı paralar ve bu para cinsinden değer taşıyan menkul değerlere (bono, poliçe, kredi mektubu vb.) verilen isimdir. Döviz piyasaları ise, döviz kurlarını belirleyen piyasalardır. Döviz kuru; ulusal para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki nispi (oransal) fiyatı olarak tanımlanabilir. Döviz kuru, yerli para birimi ile alınan yabancı para birimi olarak da tanımlanabilir¹⁹⁶.

¹⁹⁶ Paya, Merih, **Makro İktisat**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2001, s.151

Döviz talebi ülke vatandaşlarının dış alım harcamaları için gereklidir. Ancak bazı durumlarda, örneğin yüksek enflasyon dönemlerinde, bir ülkede yerleşik kişiler dış alem harcamaları dışındaki sebeplerle de döviz talep edebilirler; yerli paranın aşınmasına karşı bir önlem olarak, parasal varlıklarını yabancı para şeklinde tutabilirler. Aynı şekilde, spekülasyon sebebi ile de, yani dış varlıklara bir harcama öngörülmemesine rağmen, döviz talepleri ortaya çıkabilir.¹⁹⁷

Ülkemizde bireysel yatırımcıların yatırım amaçlı en çok rağbet ettiği yabancı para birimleri Euro (€) ve Amerikan doları (\$) olarak görülmektedir.

3.1.3. Hisse Senedi

Hisse (Pay) senedi; anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde çıkarılan ve anonim ortaklığın sermayesine belirli bir katılma payını temsil eden ve yasal şekli kanun şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklara denir.¹⁹⁸

Diğer bir ifade ile... Hisse senedi bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylardan bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak niteliğinde bir belge olarak tanımlanır. Hisse senedi ortaklık ve mülkiyet senedi olup, her hisse senedi işletme sermayesinin bir parçasını temsil eden ve tedavül kabiliyetine sahip bir belgedir. Belge olarak hisse senetlerinin kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmesi zorunluluğu vardır.¹⁹⁹

Türkiye’de hisse senetlerinin; sağladıkları haklar açısından imtiyazlı ve adi hisse senetleri, tedavül yeteneğine göre nama veya hamiline yazılı hisse senetleri, yayınlanma şekline göre bedelli ya da bedelsiz hisse senetleri, nakdi veya aynı karşılıklıta çıkartılan hisse senetleri, primli ya da primsiz hisse senetleri ve kurucu ve intifa hisse senetleri gibi türleri bulunmaktadır²⁰⁰.

¹⁹⁷ Paya, **Makro İktisat**, a.g.e., s.152

¹⁹⁸ Domaniç, Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması: TTK Şerhi II**, Eğitim Yayınları, İstanbul, 1998, s. 881

¹⁹⁹ Büker, Semih, Aşıkoğlu, Rıza, Sevil, Güven, **Finansal Yönetim**, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 1997, s. 438

²⁰⁰ Tunay, K., Batu, **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler**, Beta Basım A.Ş., İstanbul, 2001, s.96

3.1.4. Yatırım Fonu

3794 sayılı kanuna göre, “halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına Yatırım Fonu adı verilir.

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Ancak fonun mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır. Yani, katılım belgesi olarak fona ortak olanlar kurucunun diğer mal varlıkları üzerinde hiçbir hakka sahip değildirler.

Portföy değerinin en az %25’ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınan KİT’ler dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi fon bunun haricindekiler de B tipi fon olarak adlandırılmaktadırlar²⁰¹.

Yatırım fonlarının genel avantajları ise şunlardır:

- Yatırım fonları, sürekli olarak piyasaları izleyen uzman profesyonel yöneticiler tarafından, riskin minimum, getirinin maksimum olması ilkesi ile yönetilir.
- Yatırım fonları, hazine bonusu, devlet tahvili, hisse senedi, repo gibi çeşitli yatırım araçlarından oluşur. Böylece yatırımcı, tek bir yatırım aracının yaratacağı riskten korunmuş olur.
- Tasarruf sahipleri, kendi yatırım tercihleri ve risk profiline göre farklı konpozisyonlardan oluşturulmuş çeşitli fonlara yatırım yapabilirler.

Son yıllarda bankacılık sektöründe artan rekabet sebebiyle bankalar müşterilerine farklı bileşenlerden oluşan portföylere sahip yatırım fonları sunmaktadır.

3.1.5. Tahvil-Bono

3.1.5.1. Tahvil

Türk Ticaret Kanunu’na göre tahvil; “Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir” diyerek tanımlamıştır. Bu tanım tahvilin sıradan bir borç ödeme taahhüdünü gösteren borç senedinden farklı, başka bazı özelliklere sahip olduğu

²⁰¹ Tunay, **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler**, a.g.e., s.95

gerçeğini göstermektedir. Diğer bir deyişle; belirlenmiş bir dönem için, belirlenmiş faiz fiyatı üzerinden faizi ve dönem sonunda bir defada veya daha başka bir ödeme şekli ile anaparayı geri ödeme taahhüdünü belirten bir finansal varlıktır.²⁰²

Tahvil çıkarma yetkisi, Türk Ticaret Kanunu tarafından anonim şirketlere verilmiştir. Ancak anonim şirketler dışında bazı kamu tüzel kişilerin de tahvil çıkarmalarına olanak sağlanmıştır.²⁰³

Gerek devletin ve gerekse özel sektör firmalarının finansman gereksinimlerini karşılamak amacıyla yayınladıkları uzun vadeli ve sabit getirili finansal enstürmanlar olan tahviller başta da belirtildiği gibi devlet ya da özel sektör firmalarınca yayınlanmasına göre devlet tahvili veya özel sektör tahvili olarak temelde ikiye ayrılmaktadır. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında oldukça önemli bir yeri olan tahviller, Türkiye’de makro ekonomik dengelerin uzun yıllar sağlanamaması sebebiyle ağırlıklı olarak kamu kesimi tarafından ve olması gerekenden çok kısa vadelerle yayınlanmıştır²⁰⁴.

3.1.5.2. Bono

Kısa vadeli ve sabit getirili borçlanma enstürmanları olan bonolar Türkiye uygulamasında Hazine Müsteşarlığı’nca yayınlanan Hazine Bonoları ve özel sektör firmalarınca yayınlanan Finansman Bonoları olmak üzere temelde ikiye ayrılır. Hazine bonoları kamu kesiminin kısa vadeli finansman gereksinimlerini karşılamak için yayınlanan enstürmanlar, finansman bonoları ise büyük ve itibarlı özel sektör firmalarının kısa süreli finansman ihtiyaçlarını karşıladıkları enstürmanlardır. Finansman bonoları, Türkiye’de kamu kesiminin mali dengelerdeki bozukluklar sebebiyle çok sık başvurduğu bir finansman aracı haline gelen hazine bonolarının karşısında aynı tahvilde olduğu gibi hazine bonolarına göre düşük getiri sunması ve devlet güvencesine sahip olmaması nedenleriyle fazla bir kullanıma sahip olamamışlardır²⁰⁵.

²⁰² Francis, J.C., a.g.e., s. 69

²⁰³ Sarıkamış, Cevat, **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 3.Baskı, İstanbul, 1998, s. 61

²⁰⁴ Tunay, **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler**, a.g.e., s.96

²⁰⁵ Tunay, **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler**, a.g.e., s.96

3.1.6. Repo

Son yıllarda en hızla gelişen para piyasası araçlarından repo İngilizce'deki "Repurchase Agreement" kelimelerinden kısaltma yoluyla Türkçe'ye girmiştir. Türkçe karşılığı olarak "geri satın alma anlaşması" diye ifade olunur. Repo, bir kuruluş tarafından diğerine önceden belirlenmiş bir tarihte ve fiyatla geri satın alınacağı taahhüt edilen bir değerini satışı simgelemektedir. Diğer bir deyişle repo; bir menkul kıymetin işleminin başlangıç valöründe satılıp, bitiş valöründe geri alınmasıdır. Ters Repo ise, bir menkul kıymetin işleminin başlangıç valöründe alınıp, bitiş valöründe geri satılmasıdır.

Bankaların repo ve ters repo işlem sınırlarını T.C. Merkez Bankası saptamakta ve izlemektedir. Repo da elinde menkul kıymet bulunduran kişi, sattığı menkul kıymet satışı anında taraflarca kararlaştırılan ilerli bir tarihte ve belli bir fiyatla geri satın almayı taahhüt etmektedir. Repoyu yapan taraf, her zaman menkul kıymetleri geri alırken, satarken tahsil ettiğiinden fazla bir bedel öder. Bu da işleme konu olan menkul kıymetin özelliğinden kaynaklanır.

Buna karşılık ters repo sadece alıcının menkul kıymetleri satıcıya geri satma taahhüdü söz konusu olup, burada satıcının bir seçimlik hakkı ortaya çıkmaktadır. Uygulamada repo işlemleri adı altında hem satıcının hem de alıcının karşılıklı taahhütleri bulunmaktadır. Repo işlemi yapan aracı kuruluş sattığı veya satın aldığı menkul kıymetleri ya bizzat karşı taraf adına muhafaza ettiği veya bu kıymetler saklama hizmeti veren başka bir kuruluşta muhafaza edildiği için vade sonunda taahhütlerin yerine getirilmesinde bir sorun çıkmamaktadır.

Diğer bir deyişle, repo işleminde borç para alınarak karşılığında menkul kıymet satılmakta, işlemin vadesi dolduğunda üzerinde anlaşmaya varılan faiz ve anapara ödenerek, menkul kıymet geri alınmaktadır. Repo işlemi bu özelliği nedeniyle teminatlı borçlanma niteliği taşımaktadır. Repo işlemlerinin ikincil piyasaları yoktur. Bankalar tasarruf kurumları ve para piyasası fonları geri satın alma anlaşmalarının öncelikli unsurlarını oluşturmaktadır.

Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilen menkul kıymetler şunlardır; Devlet Tahvilleri, Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, Kamu Ortaklığı İdaresi, Toplu Konut İdaresince ihraç edilen borçlanma senetleriyle mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Sermaye Piyasası Kurulu uyarınca

ihraç ettikleri borçlanma senetleri ile bunlar dışında kalan, menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleridir.

Repo işlemi sağladığı likidite, esneklik ve pazarlık kolaylığı açısından diğer para piyasası araçları ile kıyaslandığında avantajlı bir konumda bulunmaktadır.²⁰⁶

3.1.7. Altın

Altın insanoğlunun bildiği en eski yatırım aracıdır. Bilhassa diğer yatırım araçlarının tam olarak bilinmediği veya yaygın olmadığı toplumlarda çok yaygın olan bir yatırım aracıdır. Bunun nedeni altının istenildiği zaman paraya çevrilmesi yani likiditesi ve bu somutluğu ile bir kağıttan daha güvenilir olarak algılanmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan özellikle son yıllarda ülkemizde ürün portföylerini genişleterek daha rekabetçi politikalar izleyen büyük kuyumculuk şirketlerinin sertifikalı altın satışına başlamaları ve bu satışların kredi kartı vasıtasıyla taksitlendirilebilmesi altın yatırım enstürmanının hem tasarruf hem de finansman aracı olarak özellikle küçük yatırımcılar tarafından tercih edilmesini sağlamıştır. Altın özellikle kriz ve savaş dönemlerinin yatırım aracıdır; bu dönemlerde altın fiyatları olağanüstü şekilde artmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu'nun belirlemelerine göre 2006 yılında en yüksek reel getiriye %18,38 ile altın yatırımcısı elde etmiştir.

3.2. Araştırmanın Amacı, Yöntemi ve Örneklem

Çalışmanın amacı, bireysel yatırımcıların finansal yatırım aracı tercihleri ile yatırımcının finansal profili ve bu finansal profilin oluşmasında etkisi olan bilişsel ve duygusal kısayollardan oluşan yatırımcının davranışsal profili arasındaki ilişkiyi davranışsal finans açısından değerlendirmektir. Bu amaçla anket yöntemi kullanılarak bir alan çalışması yapılmıştır. Anket %95 güven aralığı ve %5 örneklem hatası esasına göre tesadüfi örnekleme metodu ile 400 denek ile gerçekleştirilmiştir. Anket yatırımcının finansal ve davranışsal profilini belirlemek amacıyla iki ana bölümden oluşturulmuştur.

²⁰⁶ Uludağ, İlhan, Arıcan, E., **Finansal Hizmetler Ekonomisi: Piyasalar, Kurumlar, Araçlar**, Beta Basım Yayım A.Ş., İstanbul, 2001, 2. Baskı, s. 138

Birinci bölümde yatırımcının finansal profilini belirlemek için kullandığı finansal yatırım araçlarına ne ölçüde yatırım yaptığı, ne kadar kar/zarar ettiği, piyasaları takip ve yatırımlarını gözden geçirme sıklığı, yatırım kararlarında kullandığı bilgi kanallarının kullanılma düzeyi, yatırım aracı seçiminde önemsenen faktörler sıralaması ve yatırımcıda yüksek kazanç sağlaması için gerekli olan özelliklerin sıralaması ölçmeye dönük sorular sorulmuştur. Türkiye de yatırımcıların son 12 aylık ekonomik durum ve yatırımlarından elde ettiği kazancından memnuniyet derecesi de ayrıca incelenmiştir. Yatırım aracına ne ölçüde yatırım yapıldığını belirlemek ve yatırım kararlarında kullanılan bilgi kanallarının kullanılma düzeyini belirlemek için Kullanmıyorum (0), En az (1), Az (2), Normal (3), Çok (4), En çok (5) olarak kodlanmıştır. Yatırım aracından ne kadar kar/zarar edildiğini ölçmek için Kullanmıyorum (0), Çok zarar (1), Zarar (2), Başabaş (3), Kar (4), Çok kar (5) olarak kodlanmıştır. Finansal piyasaların takip edilme sıklığını ölçmek için Hiç takip etmiyorum (1), Çok yakından değil (2), Bazen yakından (3), Yakından (4), Çok yakından (5) olarak kodlanmıştır. Yatırımların gözden geçirilme aralığını ölçmek için Her gün (1), Birkaç günde bir (2), Haftada bir (3), Ayda bir kez (4), Birkaç ayda bir (5), Düzenli olarak, fakat belirli bir aralık veremem (6) olarak kodlanmıştır. Yatırım aracı seçiminde önemsenen faktörlerin ve yatırımcıda yüksek kazanç sağlamak için bulunması gereken özellikleri ölçmek için En az önemli (1), Az önemli (2), Önemli (3), Çok önemli (4), En çok önemli (5) olarak kodlanmıştır. Son 12 aydaki Türkiye'nin ekonomik durumundan ve yatırımların kazancından memnuniyet derecesini ölçmek için Hiç memnun değilim (1), Memnun değilim (2), Kararsızım (3), Memnunum (4), Çok memnunum (5) olarak kodlanmıştır.

İkinci bölümde ise yatırımcının davranışsal profilini belirlemek amacıyla davranışsal finansın ortaya koyduğu bilişsel kusurlardan aşırı güven, aşırı iyimserlik, bulunabilirlik kısayolu, pişmanlıktan kaçınma, belirsizlikten kaçınma ve sosyo-kültürel faktörlerden doğan bilişsel kusurları (sürü davranışı, din, politik) tespit etmeye yönelik yargılara ne ölçüde katılıp katılmadıkları sorulmuştur. Bunun için beşli Likert ölçeğine göre ; Kesinlikle katılmıyorum (1), Katılmıyorum (2), Kararsızım (3), Katılıyorum (4), Kesinlikle katılıyorum (5) olarak kodlanmıştır.

Çalışma sonucunda elde edilen veriler SPSS 14.0 İstatistik Paket Programında analiz edilmiştir.

3.2.1. Araştırmanın Bulguları

Bu bölümde deneklerin demografik özelliklerine yer verildikten sonra finansal profilleri ve davranışsal profilleri incelenmiştir. Finansal profil ile davranışsal profil arasındaki ilişki davranışsal finans teorisi kapsamında analiz edilmiştir.

3.2.1.1. Deneklerin Özellikleri

Anketin ilk bölümünde deneklerin özelliklerini belirten (tanımlayıcı) sorulara yer verilmiştir. Bu sorular katılımcıların cinsiyet, medeni durum, yaş, eğitim durumu, meslek, aylık gelir gibi demografik özellikleri ile ilgili bilgileri öğrenmeye yönelik olarak hazırlanmıştır. Bu gruptaki sorular vasıtasıyla ankete katılan katılımcılar hakkında ankette ölçülmeye çalışılan esas kriterlere yardımcı olacak bazı kişisel bilgiler elde edilmiş olmaktadır. Aşağıda Tablo 3.1.'de bu bilgiler yer almaktadır.

Tablo. 3.1. : Deneklerin Demografik Özelliklere Göre Dağılımı

		Frekans	Yüzde (%)			Frekans	Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek (1)	277	69,3	Meslek	Memur (1)	57	14,3
	Kadın (2)	123	30,7		Avukat (2)	29	7,3
Medeni durum	Evli (1)	294	73,5		Öğrenci (3)	4	1
	Bekar (2)	106	26,5		Ordu Mensubu (4)	21	5,3
Yaş	18-24 yaş arası (1)	23	5,8		Tüccar/Sanayici (5)	25	6,3
	25-34 yaş arası (2)	132	33		Ev Hanımı (6)	9	2,3
	35-44 yaş arası (3)	123	30,7		Esnaf (7)	30	7,5
	45-54 yaş arası (4)	95	23,7		Noter (8)	3	0,8
	55-64 yaş arası (5)	23	5,8		Emekli (9)	18	4,5
	65 üzeri (6)	4	1		Öğretim Üyesi (10)	72	18
Aylık gelir (YTL)	0-1000 (1)	46	11,5		Muhasebeci/Mali Müşavir (11)	16	4
	1001-2000 (2)	155	38,8		Doktor/Dış Hekimi (12)	39	9,8
	2001-3000 (3)	98	24,5		İşçi (13)	24	6
	3001-4000 (4)	49	12,3		Diğer (14)	53	13,3
	4001-5000 (5)	27	6,8	Eğitim	İlkokul (1)	9	2,3
	5000 üzeri (6)	25	6,3		Ortaokul (2)	14	3,5
			Lise (3)		78	19,5	
			Üniversite (4)		171	42,8	
			Yüksek lisans/ Doktora (5)		128	32	

Anket çalışmasına katılan 400 deneğin, 277'si (%69,3) erkek, 123'ü (%30,7) kadın, 294'ü (73,5) evli, 106'sı (%26,5) bekarıdır.

Değerlendirilen 400 ankette cevap verenlerin 23'ü (%5,8) 18-24 yaş grubuna, 132 'si (%33) 25-34 yaş grubuna, 123'ü (%30,7) 35-44 yaş grubuna, 95'i (%23,7) 45-54 yaş grubuna, 23'ü (%5,8) 55-64 yaş grubuna, 4 (%1) 65 ve üzeri yaş grubuna dahildirler. Katılımcılar 18-65 üzeri yaş aralığındadır. Katılımcıların en sık görüldüğü yaş aralığı 132 kişi ile 25-34'tür.

Cevaplayıcıların 9'u (%2,3) ilkokul mezunu, 14'ü (%3,5) ortaokul mezunu, 78'i (%19,5) lise mezunu, 171'i (%42,8) üniversite mezunu, 128'i (%32) yüksek lisans/ doktora mezunudur. Katılımcıların 299'u (%84,8) lisans, lisans üstü ve doktora programlarından en az birinin mezunudur.

Değerlendirmeye alınan 400 ankette cevap verenlerin 57'si (%14,3) memur, 29'u (%7,3) avukat, 4'ü (%1) öğrenci, 21'i (%5,3) ordu mensubu, 25'i (%6,3) tüccar –sanayici, 9'u (%2,3) ev hanımı, 30'u (%7,5) esnaf, 3'ü (%0,8) noter, 18'i (%4,5) emekli, 72'si (%18) öğretim üyesi, 16'sı (%4) muhasebeci-mali müşavir, 39'u (%9,8) doktor-diş hekimi, 53'ü (%13,3) diğer* meslek grubuna dahildir. Katılımcılar arasında en büyük meslek grubu olarak 72 kişi ile öğretim üyeleri bulunmaktadır.

Anket çalışmasına katılan 400 deneğin, 46'sı (%11,5) 0-1000 YTL gelir aralığında, 155'i (%38,8) 1001-2000 YTL gelir aralığında, 98'i (%24,5) 2001-3000 YTL gelir aralığında, 49'u (%12,3) 3001-4000 YTL gelir aralığında, 27'si (%6,8) 4001-5000 YTL gelir aralığında, 25'i (%6,3) 5000 YTL üzeri gelir aralığındadır. Katılımcılar içinde en çok 1001-2000 YTL aralığında (%38,8) aylık gelir sahibi olanlar vardır.

3.2.1.2. Yatırımcıların Finansal Profili

Yatırımcının finansal profilini belirlemek amacıyla anket çalışmasında katılımcılara sırasıyla hangi yatırım araçlarını ne sıklıkta kullandıkları, tercih edilen bu yatırım araçlarından ettikleri kar/zarar durumları, finansal piyasaları ve yatırımlarını gözden geçirme periyodları, yatırım kararlarını yönlendiren bilgileri

* Diğer Meslek Grubu Dağılımı: 17'si (%32,2) Özel Sektör Banka Çalışanı, 12'si (%22,6) Eczacı, 8'i (%15,2) Özel Sektör Yönetici, 6'sı (%11,3) Mühendis , 5'i (%9,4) Serbest Veteriner Hekim, 3 (%5,6) Serbest Meslek, 2'si (%3,7) Döviz Bürosu Sahibi

hangi kaynaklardan sağladıkları, yatırım aracı seçimlerinde etkili olan faktörlerin önem dereceleri ve bir yatırımcının yatırımlarından yüksek getiri sağlayabilmesi için ihtiyacı olan özellikleri tespit etmeye yönelik sorular yöneltilmiştir.

3.2.1.2.1. Finansal Yatırımların Kullanım Derecesi

Deneklerin %64'ü dövize, %51,25'i altına, %44'ü mevduata, %30'u yatırım fonuna, %15,5'i hisse senedine, %14'ü devlet tahvili-hazine bonosuna ve %11,25'i ise repoya yatırım yapmıştır*. Çalışmada vadeli işlemler ve diğer yatırım araçlarını kullanan olmamıştır. Aşağıdaki Tablo 3.2.'de ankete katılan bireysel yatırımcıların yatırım aracı tercihleri kullanan denek sayısı sırasına göre çoktan aza doğru verilmiştir.

Tablo 3.2. : Finansal Yatırımların Kullanım Düzeylerine Göre Dağılımı

	En Az (1)		Az (2)		Normal (3)		Çok (4)		En Çok (5)		Toplam		mod	Ort.
	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%		
Döviz	5	2	41	16	112	43,8	79	30,9	19	7,4	256	100	3	3,26
Altın	3	1,5	41	20	77	37,6	63	30,7	21	10,2	205	100	3	3,28
Mevduat	7	4	29	16,5	62	35,2	41	23,3	37	21	176	100	3	3,41
Yat.Fonu	3	2,5	22	18	54	44,3	32	26,2	11	9	122	100	3	3,21
H.Senedi	5	8,1	15	24,2	11	17,7	24	38,7	7	11,3	62	100	4	3,21
Dev.Tah Haz.Bon.	3	5,4	12	21,4	23	41,1	10	17,9	8	14,3	56	100	3	3,14
Repo	3	6,7	4	8,9	19	42,2	19	42,2	0	0	45	100	3	3,2

Döviz yatırım aracı 400 kişilik katılımcı grubunda, 256 kişinin kullandığı en yüksek kullanım değerine sahip yatırım aracıdır. Döviz yatırım aracını kullanan 256 kişinin, 5'i (%2) en az seçeneğini, 41'i (%16) az seçeneğini, 112'si (%43,8) normal seçeneğini, 79'u (%30,9) çok seçeneğini, 19'u (%7,4) en çok seçeneğini işaretlemişlerdir. Bu aracı kullanan 256 kişinin %82,1'lik kısmı yatırım portföylerinde dövize normal ve normal üzeri miktarlarda yer vermişlerdir.

400 kişilik denek grubunda 205 kişi ile en çok tercih edilen ikinci yatırım aracı olan altına yatırımları arasında yer veren katılımcıların 3'ünün (%1,5) en az

* Yatırımcılar birden fazla yatırım aracını seçtikleri için yüzdeler oranı toplamı yüzde yüzden (%100) fazladır.

miktarda, 41'inin (%20) az miktarda, 77'sinin (%37,6) normal miktarda, 63'ünün (%30,7) çok miktarda, 21'inin (%10,2) en çok miktarda yer verdikleri bilgisine ulaşılmıştır. Altını yatırım tercihleri arasında bulunduran 205 kişiden 161'i bu araca yatırımları arasında normal ve normal üzeri büyüklüklerde pay ayırmışlardır.

176 deneğin yatırımları arasında bulunan mevduat en çok tercih edilen üçüncü yatırım aracı olmuştur. Mevduat yatırım aracını kullanan kişilerin, 7'si (%4) en az ifadesini, 29'u (%16,5) az ifadesini, 62'si (%35,2) normal ifadesini, 41'i (%23,3) çok ifadesini, 37'si (%21) en çok ifadesini seçmişlerdir. Bu yatırım aracını seçenlerden %79,5'i tüm yatırımları içinde mevduata normal ve normal üzeri miktarda yer ayırmışlardır.

Yatırım fonu 400 kişilik katılımcı grubunda 122 denek tarafından kullanılarak en çok tercih edilen dördüncü yatırım aracı olmuştur. Yatırım fonu kullanan 122 deneğin 3'ü (%2,5) en az seçeneğini, 22'si (%18) az seçeneğini, 54'ü (%44,3) normal seçeneğini, 32'si (%26,2) çok seçeneğini, 11'i (%9) en çok seçeneğini işaretlemişlerdir. 122 katılımcının 97'si yatırım fonunu normal ve normal üzeri miktarlarda portföylerinde bulundurmaktadır.

Kullanılma derecesine göre beşinci sırada olan hisse senedi yatırım aracını kullanan toplam 62 kişinin, 5'i (%8,1) en az seçeneğini, 15'i (%24,2) az seçeneğini, 11'i (%17,7) normal seçeneğini, 24'ü (%38,7) çok seçeneğini, 7'si (%11,3) en çok seçeneğini işaretlemişlerdir. 62 deneğin 42'si hisse senedi yatırımını normal ve normal üzeri düzeyde kullanmışlardır.

400 kişilik örneklem grubunda tercih sırasına göre altıncı olan devlet tahvili/hazine bonusu yatırım araçlarını kullanan 56 kişinin 3'ü (%5,4) en az seçeneğini, 12'si (%21,4) az seçeneğini, 23'ü (%41,1) normal seçeneğini, 10'u (%17,9) çok seçeneğini, 8'i (%14,3) en çok seçeneğini işaretlemişlerdir. Devlet tahvili/hazine bonusu kullanan katılımcıların %73,2'si bu yatırım aracından normal ve normal üzeri miktarda portföylerinde kullanmışlardır.

Repo yatırım aracını kullanan 45 kişinin 3'ü (%6,7) en az seçeneğini, 4'ü (%8,9) az seçeneğini, 19'u (%42,2) normal seçeneğini, 19'u (%42,2) çok seçeneğini, işaretlemişlerdir. En çok seçeneğini işaretleyen bir katılımcı olmamıştır. Repo kullanan 45 kişinin 38'i bu aracı yatırımları içerisinde normal ve normal üzeri düzeyde konumlandırmışlardır.

Vadeli işlemler ve diğer yatırım araçları için 400 kişilik katılımcı grubunda, tüm katılımcılar anket formunun bu yatırım araçları için olan hiçbir seçeneğini işaretlemeyerek bu araçları kullanmadıklarını ifade etmişlerdir. Bu nedenle anket analiz çalışmasının vadeli işlemler ve diğer kısmında değerlendirme sonuçları sıfır olarak verilmiştir.

3.2.1.2.2. Finansal Piyasaların Takip Edilme Sıklığı

Yatırımcıların finansal kararlarını etkileyebileceğini düşündükleri piyasada meydana gelen olayları ve değişimleri öğrenmek amacıyla piyasaları izleme düzeylerini ortaya koyan Tablo 3.3. aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.3.: Finansal Piyasaların Takip Edilme Düzeyi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Hiç takip etmiyorum (1)	62	15,5	2,8	2	3	1	5
Çok yakından değil (2)	109	27,3					
Bazen yakından (3)	104	26					
Yakından (4)	98	24,4					
Çok yakından (5)	27	6,8					
Toplam	400	100,0					

Ankete katılan 400 bireysel yatırımcının finansal piyasaları takip sıklıkları ile ilgili verdikleri cevaplarda; 62'si (%15,5) hiç takip etmiyorum, 109'u (%27,3) çok yakından değil, 104'ü (%26) bazen yakından, 98'i (%24,4) yakından, 27'si (%6,8) çok yakından olarak işaretlenmiştir. En çok işaretlenen seçenek 109 kişi ile çok yakından değil ifadesidir. Katılımcıların sadece 125'i (%31,2) çok yakından ve yakından cevaplarının sahipleri piyasaları düzenli olarak yakından takip etmektedir.

Piyasaların takip edilme sıklığı ile finansal yatırım araçlarından sağlanan kar veya zararın ilişkisi Tablo 3.4.'de görülmektedir.

Tablo 3.4.: Piyasa Takibi ile Kar/Zarar İlişkisi

		Hiç takip etmiyorum	Bazen takip ediyorum	Yakından takip ediyorum	P Chi-Square
Döviz 256(%100)	Kar	4 (%1,6)	22 (%8,6)	19 (%7,4)	Pearson's P:0,000 R: 0,167
	Başabaş	14 (%5,5)	50 (%19,5)	27 (%10,5)	
	Zarar	7 (%2,7)	63 (%24,6)	50 (%19,5)	
Altın 205(%100)	Kar	14 (%6,8)	66 (%32,2)	31 (%15,1)	Pearson's P:0,023 R: -0,077
	Başabaş	24 (%11,7)	40 (%19,5)	24 (%11,7)	
	Zarar	-	3 (%1,4)	3 (%1,4)	
Mevduat 176(%100)	Kar	18 (%10,2)	88 (%50)	70 (%39,8)	Pearson's P:0,001 R: 0,184
	Başabaş	-	-	-	
	Zarar	-	-	-	
Yatırım Fonu 122(%100)	Kar	4 (%3,3)	59 (%48,3)	43 (%35,2)	Pearson's P:0,000 R: 0,225
	Başabaş	-	7 (%5,7)	9 (%7,4)	
	Zarar	-	-	-	
Hisse Senedi 62(%100)	Kar	-	1 (%1,6)	36 (%58)	Pearson's P:0,000 R: 0,405
	Başabaş	-	9 (%14,5)	6 (%9,7)	
	Zarar	-	6 (%9,7)	4 (%6,5)	
Tahvil Bono 56(%100)	Kar	-	25 (%44,6)	31 (%55,4)	Pearson's P:0,000 R: 0,240
	Başabaş	-	-	-	
	Zarar	-	-	-	
Repo 45(%100)	Kar	3 (%6,6)	30 (%66,6)	12 (%26,8)	Pearson's P:0,010 R: 0,023
	Başabaş	-	-	-	
	Zarar	-	-	-	

Döviz yatırım aracını kullanan 256 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden kar ettiğini ifade edenler 4 kişi (%1,6), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 22 kişi (%8,6), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 19 kişi (%7,4) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 14 kişi (%5,5), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini

işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 50 kişi (%19,5), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 27 kişi (%10,5) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden zarar ettiğini ifade edenler 7 kişi (%2,7), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 63 kişi (%24,6), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 50 kişi (%19,5) olarak tespit edilmiştir. Piyasa takip sıklığı ile döviz yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

Altın yatırım aracını kullanan 205 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden kar ettiğini ifade edenler 14 kişi (%6,8), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 66 kişi (%32,2), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 31 kişi (%15,1) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip altından ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 24 kişi (%11,7), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 40 kişi (%19,5), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 24 kişi (%11,7) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip altından zarar ettiğini ifade eden hiçbir denek olmamıştır; “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 3 kişi (%1,4), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 3 kişi (%1,4) olarak tespit edilmiştir. Piyasa takip sıklığı ile altın yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında negatif yönde ilişki vardır.

Mevduat yatırım aracını kullanan 176 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden kar ettiğini ifade edenler 18 kişi (%10,2), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 88 kişi (%50), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 70 kişi (%39,8) olarak tespit edilmiştir. Mevduat yatırım aracını seçen deneklerin hepsi bu araçtan kar etmişlerdir. Piyasa takip sıklığı ile döviz yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

Yatırım fonu aracını kullanan 122 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip yatırım fonundan kar ettiğini ifade edenler 4 kişi (%3,3), “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 59 kişi (%48,3), “Yakından

takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 43 kişi (%35,2) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip yatırım fonundan ne kar ne de zarar ettiğini ifade eden kimse olmamıştır. “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 7 kişi (%5,7), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 9 kişi (%7,4) olarak tespit edilmiştir. Yatırım fonu aracını tercih eden deneklerden zarar eden olmamıştır. Piyasa takip sıklığı ile yatırım fonu aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

Hisse senedi yatırım aracını kullanan 62 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden kar ettiğini ifade eden hiçbir denek olmamıştır. “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade eden 1 kişi (%1,6), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 36 kişi (%58) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip hisse senedinden ne kar ne de zarar ettiğini ifade eden hiçbir denek olmamıştır. “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 9 kişi (%14,5), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip ne kar ne de zarar ettiğini ifade edenler 6 kişi (%9,7) olarak tespit edilmiştir. “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip dövizden zarar ettiğini ifade eden hiçbir denek olmamıştır. “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 6 kişi (%9,7), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip zarar ettiğini ifade edenler 4 kişi (%6,5) olarak tespit edilmiştir. Piyasa takip sıklığı ile hisse senedi yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan 56 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip tahvil/bono aracından kar ettiğini ifade eden hiçbir denek olmamıştır. “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 25 kişi (%44,6), “Yakından takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 31 kişi (%55,4) olarak tespit edilmiştir. Bu yatırım aracından ankete katılanlardan kar etmeyen bir denek yoktur. Piyasa takip sıklığı ile tahvil/bono yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

Repo yatırım aracını kullanan 45 denekten “Hiç takip etmiyorum” seçeneğini işaretleyip tahvil/bono aracından kar ettiğini ifade edenler 3 kişi (%6,6). “Bazen takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 30 kişi (%66,6), “Yakından

takip ediyorum” seçeneğini işaretleyip kar ettiğini ifade edenler 12 kişi (%26,8) olarak tespit edilmiştir. Bu yatırım aracından ankete katılanlardan kar etmeyen bir denek yoktur. Piyasa takip sıklığı ile repo yatırım aracından sağlanan kar/zarar arasında pozitif yönde ilişki vardır.

3.2.1.2.3. Yatırımların Gözden Geçirilme Sıklığı

Yatırımcıların mevcut portföylerini hangi aralıklarda gözden geçirdiklerinin dağılımını veren Tablo 3.5. aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.5.: Yatırımların Gözden Geçirilme Aralıkları

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Her gün (1)	53	13,3	3,48	5	3	1	6
Birkaç günde bir (2)	79	19,8					
Haftada bir (3)	74	18,5					
Ayda bir kez (4)	59	14,8					
Birkaç ayda bir (5)	86	21,4					
Düzenli olarak fakat belirli bir aralık veremem (6)	49	12,3					
Toplam	400	100					

Değerlendirilmeye alınan 400 denegin yatırımlarını gözden geçirme süreleri ile ilgili verdikleri cevaplarda; 53’ü (%13,3) her gün, 79’u (%19,8) birkaç günde bir, 74’ü (%18,5) haftada bir, 59’u (%14,8) ayda bir kez, 86’sı (%21,4) birkaç ayda bir, 49’u (%12,3) düzenli olarak fakat belirli bir aralık veremem ifadesini seçmiştir. 1 ile 6 arasında derecelendirilen cevaplarda ağırlık 5 ile tanımlanmış birkaç ayda bir cevabında olmuştur. Yatırımlarını günlük bazda değerlendirenlerin toplamı sadece 132 kişidir. Katılımcıların genelinde bir önceki sorunun istatistikî verileri ile de tutarlı olarak yatırımlarını çok yakından gözden geçirmedikleri görülmektedir.

3.2.1.2.4. Yatırımlar Hakkında Bilgi Alınan Kaynakların Kullanım Dereceleri

Deneklerin %72,2’si ekonomi ile ilgili televizyon programlarını, %69,7’si süreli yayınları (gazete,dergi, vb.), %60,5’i yatırım yapan diğer arkadaşları (iş ve sosyal çevre), %55’i ekonomi ile ilgili internet sitelerini, %30,7’si yatırım danışmanını (aracı kurum veya banka çalışanı) kendilerine bilgi kaynağı olarak

seçmişlerdir*. Anket çalışmasında yukarıda adı geçen bilgi kaynakları dışında diğer bir kaynağı kullandığını belirten bir katılımcı olmamıştır. Aşağıdaki Tablo 3.6.'da ankete katılan bireysel yatırımcıların bilgi kaynağı tercihleri kullanan denek sayısı sırasına göre çoktan aza doğru verilmiştir.

Tablo 3.6.: Bilgi Kaynaklarının Kullanım Dereceleri

	En Az (1)		Az (2)		Normal (3)		Çok (4)		En Çok (5)		Toplam		mod	Ort.
	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%		
Eko. T.V. programı	26	9	98	33,9	90	31,1	50	17,3	25	8,7	289	100	2	2,83
Sürekli yayınlar	46	16,5	80	28,7	77	27,6	48	17,2	28	10	279	100	2	2,76
Yatırım yapan arkadaşlar	6	2,5	24	9,9	82	33,9	114	47,1	16	6,6	242	100	4	3,45
Eko. Web siteleri	11	5	35	15,9	77	35	73	33,2	24	10,9	220	100	3	3,29
Yatırım danışmanı	11	8,9	39	31,7	28	22,8	32	26	13	10,6	123	100	2	2,98
Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-

En çok katılımcının kullandığı bilgi kaynağı olan ekonomi ile ilgili televizyon programlarını kullanan 289 denekten, 26'sı (%9) en az, 98'i (%33,9) az, 90'ı (%31,1) normal, 50'si (%17,3) çok, 25'i (%8,7) en çok olarak bu bilgi kaynağını kullandıklarını ifade etmişlerdir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 2 numaralı yani az ifadesi seçilmiştir.

Cevaplayıcılar arasında en çok kullanılan ikinci bilgi kaynağı olan sürekli yayınları takip eden 279 kişiden, 46'sı (%16,5) en az, 80'i (%28,7) az, 77'si (%27,6) normal, 48'i (%17,2) çok, 28'i (%10) en çok olarak bu bilgi kaynağını kullandıklarını belirtmişlerdir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 2 numaralı yani az ifadesi seçilmiştir.

Üçüncü en çok kullanılan bilgi kaynağı olan yatırım yapan diğer arkadaşlardan bilgi alan 242 katılımcıdan, 6'sı (%2,5) en az, 24'ü (%9,9) az, 82'i (%33,9) normal, 114'ü (%47,1) çok, 16'sı (%6,6) en çok olarak bu bilgi kaynağını

* Denekler birden fazla bilgi kaynağını seçtikleri için yüzdeler oranı toplamı yüzde yüzden (%100) fazladır.

kullandıklarını belirtmişlerdir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 3 numaralı yani normal ifadesi seçilmiştir.

Ekonomi ile ilgili internet sitelerini takip eden 220 kişiden, 11'i (%5) en az, 35'i (%15,9) az, 77'si (%35) normal, 73'ü (%33,2) çok, 24'ü (%10,9) en çok olarak bu bilgi kaynağını kullandıklarını belirtmişlerdir. Dördüncü en çok tercih edilen bilgi kaynağı olan ekonomi ile ilgili internet sitelerinin değerlendirildiği 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 3 numaralı yani normal ifadesi seçilmiştir.

Bilgi kaynağı olarak en az tercih edilen seçenek olan yatırım danışmanını kullanan 123 denekten, 11'i (%8,9) en az, 39'u (%31,7) az, 28'i (%28,8) normal, 32'si (%26) çok, 13'ü (%10,6) en çok olarak bu bilgi kaynağını kullandıklarını belirtmişlerdir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 2 numaralı yani az ifadesi seçilmiştir.

Ankete katılan 400 kişiden hiçbiri "diğer" seçeneğini işaretlememiştir. Katılımcıların hepsi en az biri olmak üzere sadece süreli yayınlar, ekonomi ile ilgili televizyon programları, ekonomi ile ilgili internet siteleri, yatırım danışmanı ve yatırım yapan diğer arkadaşlar olarak adlandırılan bilgi kaynaklarından faydalanmaktadır.

3.2.1.2.5. Yatırım Aracı Seçiminde Dikkate Alınan Temel Faktörler

Yatırımcıların yatırım aracı seçerken yatırımın kazanç oranı, risk derecesi, likiditesi, vade yapısı ve portföy çeşitlendirerek risk azaltma amacı gibi temel seçim kriterlerine hangi ağırlıkta önem gösterdikleri Tablo 3.7.'de ortalama değere göre sıralanmış biçimde aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.7.: Yatırım Aracı Seçimde Dikkate Alınan Temel Faktörlerin Önem Dereceleri

	En Az		Az		Önemli		Çok		En çok		Toplam		mod	Ort.
	Önemli (1)		Önemli (2)		(3)		Önemli (4)		Önemli (5)					
	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%		
Kazanç oranı	21	5,3	28	7	75	18,8	154	38,5	122	30,5	400	100	4	3,82
Risk derecesi	32	8	38	9,5	76	19	122	30,5	132	33	400	100	5	3,71
Yatırımın likiditesi	59	14,8	79	19,8	108	27	64	16	90	22,5	400	100	3	3,12
Vade yapısı	95	23,8	167	41,8	97	24,3	24	6	17	4,3	400	100	2	2,25
Portföy çeşitleme risk azaltma	190	47,5	88	22	45	11,3	34	8,5	43	10,8	400	100	1	2,13

Yatırım aracı seçimindeki temel faktörlerden yatırım aracının kazanç oranı değerlendirmeye alınan 400 kişiden 21'i (%5,3) için en az önemli, 28'i (%7) için az önemli, 75'i (%18,8) için önemli, 154'ü (%38,5) için çok önemli, 122'si (%30,5) için en çok önemli faktördür. Anket çalışmasına katılan 400 kişiden önemli, çok önemli ve en çok önemli cevabını veren 351'i için kazanç oranı 3,82 ortalama ile en önemli yatırım aracı seçim faktörü olarak tespit edilmiştir. Ankete katılanların çoğunluğu için en önemli unsurun kazanç oranı olduğu görülmektedir.

Yatırım aracı seçimindeki temel faktörlerden yatırım aracının risk derecesi değerlendirmeye alınan 400 kişiden 32'si (%8) için en az önemli, 38'i (%9,5) için az önemli, 76'sı (%19) için önemli, 122'si (30,5) için çok önemli, 132'si (%33) için en çok önemli faktördür. Anket çalışmasına katılan 400 kişiden önemli, çok önemli ve en çok önemli cevabını veren 330'u için risk derecesi 3,71 ortalama ile ikinci sıradaki önemli yatırım aracı seçim faktörü olarak tespit edilmiştir.

Yatırım aracı seçimindeki temel faktörlerden yatırım aracının likiditesi değerlendirmeye alınan 400 kişiden 59'u (%14,8) için en az önemli, 79'u (%19,8) için az önemli, 108'i (%27) için önemli, 64'ü (%16) için çok önemli, 90'ı (%22,5) için en çok önemli faktördür. Anket çalışmasına katılan 400 kişiden önemli, çok önemli ve en çok önemli cevabını veren 262'si için likidite derecesi 3,12 ortalama ile üçüncü sıradaki önemli yatırım aracı seçim faktörü olarak tespit edilmiştir.

Yatırım aracı seçimindeki temel faktörlerden yatırım aracının vade yapısı değerlendirmeye alınan 400 kişiden 95'i (%23,8) için en az önemli, 167'si (%41,8) için az önemli, 97'si (%24,3) için önemli, 24'ü (%6) için çok önemli, 17'si (%4,3) için en çok önemli faktördür. Anket çalışmasına katılan 400 kişiden önemli, çok önemli ve en çok önemli cevabını veren 262'si için vade yapısı 2,25 ortalama ile dördüncü sıradaki önemli yatırım aracı seçim faktörü olarak tespit edilmiştir.

Yatırım aracı seçimindeki temel faktörlerden yatırım portföyünü çeşitlendirerek riski azaltmak değerlendirmeye alınan 400 kişiden 190'ı (%47,5) için en az önemli, 88'i (%22) için az önemli, 45'i (%11,3) için önemli, 34'ü (%8,5) için çok önemli, 43'ü (%10,8) için en çok önemli faktördür. Anket çalışmasına katılan 400 kişiden önemli, çok önemli ve en çok önemli cevabını veren 122'si için portföy

çeşitlendirme 2,13 ortalama ile en son sıradaki önemli yatırım aracı seçim faktörü olarak tespit edilmiştir.

3.2.1.2.6. Yatırımcıda Yüksek Kazanç Sağlayabilmek İçin Olması Gerekenlerin Önem Derecesi

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için sahip olması gereken bilgi, tecrübe, risk alabilme ve temkinli davranma gibi özellikler ile şans gibi bir faktörün önem dereceleri Tablo 3.8.'de ortalama değere sırasına göre aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.8.: Yatırımcıda Yüksek Kazanç İçin Gerekenlerin Önem Derecesi

	En Az		Az		Önemli		Çok		En çok		Toplam		mod	Ort.
	Önemli (1)		Önemli (2)		(3)		Önemli (4)		Önemli (5)		Fre.	%		
	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%		
Bilgi	35	8,8	57	14,3	96	24	96	24	116	29	400	100	5	3,5
Tecrübe	34	8,5	68	17	85	21,3	115	28,8	98	24,5	400	100	4	3,44
Risk alabilme	25	6,3	109	27,3	94	23,5	93	23,3	79	19,8	400	100	2	3,23
Temkinli davranma	101	25,3	96	24	84	21	65	16,3	54	13,5	400	100	1	2,69
Şans	205	51,3	70	17,5	41	10,3	33	8,3	51	12,8	400	100	1	2,14

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekenlerden bilgi 400 katılımcının 35'i (%8,8) tarafından en az önemli, 57'si (%14,3) tarafından az önemli, 96'sı tarafından (%24) önemli, 96'sı (%24) tarafından çok önemli, 116'sı (%29) tarafından en çok önemli özellik olarak seçilmiştir. En yüksek ortalama değere sahip olan bilgi cevaplayıcıların 308'i için önemli bir özellik olarak tespit edilmiştir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 5 numaralı yani en çok önemli ifadesi seçilmiştir.

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekenlerden tecrübe 400 katılımcının 34'üne (%8,5) göre en az önemli, 68'ine (%17) göre az önemli, 85'ine (%21,3) göre önemli, 115'ine (%28,8) göre çok önemli, 98'ine (%24,5) göre en çok önemli özellik olarak seçilmiştir. En yüksek ikinci ortalama değere sahip olan tecrübe cevaplayıcıların 298'i için önemli bir özelliktir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani çok önemli ifadesi seçilmiştir.

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekenlerden risk alabilme 400 katılımcının 25'i (%6,3) tarafından en az önemli, 109'u (%27,3) tarafından az önemli, 94'ü tarafından (%23,5) önemli, 93'ü (%23,3) tarafından çok önemli, 79'u (%19,8) tarafından en çok önemli özellik olarak seçilmiştir. En yüksek üçüncü ortalama değere sahip olan risk alabilme cevaplayıcıların 266'sı için önemli bir özellik olarak tespit edilmiştir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 2 numaralı yani az önemli ifadesi seçilmiştir.

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekenlerden temkinli davranma 400 katılımcının 101'ine (%25,3) göre en az önemli, 96'sına (%24) göre az önemli, 84'üne (%21) göre önemli, 65'ine (%16,3) göre çok önemli, 54'üne (%13,5) göre en çok önemli özellik olarak seçilmiştir. En yüksek dördüncü ortalama değere sahip olan temkinli davranma cevaplayıcıların 203'ü için önemli bir özelliktir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 1 numaralı yani en az önemli ifadesi seçilmiştir.

Yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekenlerden şans 400 katılımcının 205'i (%51,3) tarafından en az önemli, 70'u (%17,5) tarafından az önemli, 41'ü tarafından (%10,3) önemli, 33'ü (%8,3) tarafından çok önemli, 51'i (%12,8) tarafından en çok önemli özellik olarak seçilmiştir. En düşük ortalama değere sahip olan risk alabilme cevaplayıcıların 275'si için az önemli bir özellik olarak tespit edilmiştir. 1 ile 5 arasında değer alan seçeneklerden en çok 1 numaralı yani az önemli ifadesi seçilmiştir.

3.2.1.2.7. Yatırım Aracı Tercihleri ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki

Anket çalışmasında incelenen döviz, altın, mevduat, yatırım fonu, hisse senedi, tahvil-bono ve repo yatırım araçlarının cinsiyet, medeni durum, yaş ve aylık gelir gibi demografik özelliklere göre dağılımı Tablo 3.9. yatırım araçlarının tercih edilme derecesine göre çoktan aza doğru sıralanarak verilmiştir.

Tablo 3.9: Yatırım Aracı Tercihlerinin Demografik Özelliklere Göre Dağılımı

		Cinsiyet		Medeni Durum		Yaş		Aylık Gelir	
		Kadın	Erkek	Evli	Bekar	18-45	45+	0-3000	3001+
Döviz	Kullanmıyor	64	80	110	34	78	66	114	30
	Kullanıyor	59	197	184	72	200	56	185	71
Altın	Kullanmıyor	47	148	130	65	142	53	137	58
	Kullanıyor	76	129	164	41	136	69	162	43
Mevduat	Kullanmıyor	70	154	157	67	155	69	177	47
	Kullanıyor	53	123	137	39	123	53	122	54
Yatırım Fonu	Kullanmıyor	91	187	211	67	179	99	211	67
	Kullanıyor	32	90	83	39	99	23	88	34
Hisse Senedi	Kullanmıyor	111	227	243	95	235	103	261	77
	Kullanıyor	12	50	51	11	43	19	38	24
Tahvil Bono	Kullanmıyor	113	231	245	99	242	102	268	76
	Kullanıyor	10	46	49	7	36	20	31	25
Repo	Kullanmıyor	115	240	264	91	250	105	281	74
	Kullanıyor	8	37	30	15	28	17	18	27

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan yatırım aracı olan döviz 123 kadın deneğin 64'ü (%52) tarafından kullanılmamakta, 59'u (%48) tarafından kullanılmaktadır. Döviz yatırım aracı için ankete katılan 277 erkek deneğin ise 80'i (%28,8) bu aracı kullanmamakta, 197'si (%71,2) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere döviz yatırım enstrümanını erkekler tarafından kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Döviz yatırım aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 110'u (%37,4) bu aracı tercih etmezken, 184'ü (%62,6) dövize yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 32'si (%30,1) bu aracı tercih etmezken, 74'ü (%69,9) dövize yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç dövize yatırım yapma eğilimi bekarlarda evlilere göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre döviz tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 78'i (%28) dövize yatırım yapmazken,

200'ü (%72) döviz bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 66'sı (%54,1) döviz yatırım yapmazken, 56'sı (%45,9) döviz bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 18-45 yaş aralığında bulunanların döviz yatırım yapma tercihleri 45 üzeri yaş grubundakilere göre çok yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin döviz yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 114'ü (%38,1) bu aracı kullanmazken, 185'i (%61,9) döviz yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 30'u (%29,7) bu aracı kullanmazken, 71'i (%70,3) döviz yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre döviz yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan ikinci yatırım aracı olan altın 123 kadın deneğin 47'si (%38,2) tarafından kullanılmamakta, 76'sı (%61,8) tarafından kullanılmaktadır. Altın yatırım aracı için ankete katılan 277 erkek deneğin ise 148'i (%53,4) bu aracı kullanmamakta, 129'u (%46,6) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere altın yatırım enstrümanını kadınlar erkeklere göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Altın yatırım aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 130'u (%44,2) bu aracı tercih etmezken, 164'ü (%55,6) altına yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 65'i (%61,3) bu aracı tercih etmezken, 41'i (%38,7) altına yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç altına yatırım yapma eğilimi evlilerde bekarlara göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre altını tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 142'si (%51) altına yatırım yapmazken, 136'sı (%49) altını bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 53'ü (%43,4) altına yatırım yapmazken, 69'u (%56,6) altını bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 45 üzeri yaş grubundakilerin altına yatırım yapma tercihleri 18-45 yaş aralığında bulunanlara göre yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin altına yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 137'si (%45,8) bu aracı kullanmazken, 162'si (%55,2) altına yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 58'i (%57,4) bu aracı kullanmazken, 71'i (%42,6) altına yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanların 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanlara göre altın yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan üçüncü yatırım aracı olan mevduat 123 kadın deneğin 70'i (%56,9) tarafından kullanılmamakta, 53'ü (%43,1) tarafından kullanılmaktadır. Mevduat yatırım aracı için ankete katılan 277 erkek deneğin ise 154'ü (%55,6) bu aracı kullanmamakta, 123'ü (%44,4) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere altın yatırım enstürmanını erkekler kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Mevduat yatırım aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 157'si (%53,4) bu aracı tercih etmezken, 137'si (%46,6) mevduata yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 67'si (%63,2) bu aracı tercih etmezken, 39'u (%36,8) mevduata yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç mevduata yatırım yapma eğilimi evlilerde bekarlara göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre mevduatı tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 155'i (%55,7) mevduata yatırım yapmazken, 123'ü (%44,3) mevduatı bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 69'u (%56,5) mevduata yatırım yapmazken, 53'ü (%43,5) mevduatı bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 18-45 yaş aralığında bulunanların mevduata yatırım yapma tercihleri 45 üzeri yaş grubundakilere göre daha yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin mevduata yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 177'si (%59,1) bu aracı kullanmazken, 122'si (%40,9) mevduata yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 47'si (%46,5) bu aracı kullanmazken, 54'ü (%53,5) mevduata yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-

3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre mevduat yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan dördüncü yatırım aracı olan yatırım fonu 123 kadın deneğin 91'i (%74) tarafından kullanılmamakta, 32'si (%26) tarafından kullanılmaktadır. Yatırım fonu aracı için verilen cevaplarda ankete katılan 277 erkek deneğin 187'si (%67,5) bu aracı kullanmamakta, 90'ı (%32,5) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere yatırım fonu enstürmanını erkekler kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Yatırım fonu aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 211'i (%71,7) bu aracı tercih etmezken, 88'i (%28,3) yatırım fonuna yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 67'si (%63,2) bu aracı tercih etmezken, 39'u (%36,8) yatırım fonuna yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç yatırım fonuna yatırım yapma eğilimi bekarlarda evlilere göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre yatırım fonunu tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 179'u (%64,3) yatırım fonuna yatırım yapmazken, 99'u (%35,7) yatırım fonunu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 99'u (%81,1) yatırım fonuna yatırım yapmazken, 23'ü (%18,9) yatırım fonunu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 18-45 yaş aralığında bulunanların yatırım fonuna yatırım yapma tercihleri 45 üzeri yaş grubundakilere göre çok daha yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin yatırım fonuna yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 211'i (%70,5) bu aracı kullanmazken, 88'i (%29,5) yatırım fonuna yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 67'si (%66,3) bu aracı kullanmazken, 34'ü (%33,7) yatırım fonuna yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre yatırım fonu yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan beşinci yatırım aracı olan hisse senedi 123 kadın deneğin 111'i (%90,2) tarafından kullanılmamakta, 12'si (%9,8) tarafından kullanılmaktadır. Hisse senedi yatırım aracı için verilen cevaplarda

ankete katılan 277 erkek deneğin 227'si (%81,9) bu aracı kullanmamakta, 50'si (%10,1) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere hisse senedi enstürmanını erkekler kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Hisse senedi yatırım aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 243'ü (%82,6) bu aracı tercih etmezken, 51'i (%17,4) hisse senedine yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 95'i (%89,6) bu aracı tercih etmezken, 11'i (%10,4) hisse senedine yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç hisse senedine yatırım yapma eğilimi evlilerde bekarlara göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre hisse senedini tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 235'i (%84,5) hisse senedine yatırım yapmazken, 43'ü (%15,5) hisse senedini bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 103'ü (%84,4) hisse senedine yatırım yapmazken, 19'u (%15,6) hisse senedini bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 45 üzeri yaş grubundakilerin yatırım fonuna yatırım yapma tercihleri 18-45 yaş aralığında bulunanlara göre çok az bir farkla oransal olarak daha yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin hisse senedine yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 261'i (%87,2) bu aracı kullanmazken, 38'i (%12,8) hisse senedine yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 77'si (%76,2) bu aracı kullanmazken, 24'ü (%23,8) hisse senedine yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre yatırım fonu yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en çok kullanılan altıncı yatırım aracı olan tahvil/bono 123 kadın deneğin 113'ü (%91,8) tarafından kullanılmamakta, 10'u (%8,2) tarafından kullanılmaktadır. Tahvil/bono yatırım aracı için verilen cevaplarda ankete katılan 277 erkek deneğin 231'i (%83,3) bu aracı kullanmamakta, 50'si (%17,7) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere tahvil/bono enstürmanını erkekler kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Tahvil/bono yatırım araçlarını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 245'i (%83,3) bu aracı tercih etmezken,

49'u (%16,7) tahvile veya bonoya yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 99'u (%93,4) bu aracı tercih etmezken, 7'si (%6,6) tahvil veya bonoya yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç tahvile veya bonoya yatırım yapma eğilimi evlilerde bekarlara göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre tahvil/bonoyu tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 242'si (%87) tahvil/bonoya yatırım yapmazken, 36'sı (%13) tahvil/bonoyu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 102'si (%83,6) tahvil/bonoya yatırım yapmazken, 20'si (%16,4) tahvil/bonoyu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 45 üzeri yaş grubundakilerin tahvil/bonoya yatırım yapma tercihleri 18-45 yaş aralığında bulunanlara göre az bir farkla oransal olarak daha yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin tahvil/bonoya yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 268'i (%89,6) bu aracı kullanmazken, 31'i (%10,4) tahvil/bonoya yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 76'sı (%75,2) bu aracı kullanmazken, 25'i (%24,8) tahvil/bonoya yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre tahvil/bono yatırımlarını daha çok oranda tercih ettikleridir.

Ankete katılan yatırımcılar tarafından en az kullanılan altıncı yatırım aracı olan repo 123 kadın deneğin 115'i (%93,4) tarafından kullanılmamakta, 8'i (%6,6) tarafından kullanılmaktadır. Repo yatırım aracı için verilen cevaplarda ankete katılan 277 erkek deneğin 240'ı (%86,6) bu aracı kullanmamakta, 37'si (%13,4) bu aracı kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere repo enstürmanını erkekler kadınlara göre daha yüksek oranda tercih etmektedirler.

Repo yatırım aracını medeni duruma göre değerlendirdiğimizde ise ortaya çıkan sonuç 294 evli cevaplayıcının 264'ü (%89,7) bu aracı tercih etmezken, 30'u (%10,3) repoya yatırım yapmaktadır, 106 bekar cevaplayıcının ise 91'i (%85,8) bu aracı tercih etmezken, 15'i (%14,2) repoya yatırım yapmaktadır. Bu veriler ışığında ortaya çıkan sonuç repoya yatırım yapma eğilimi bekarlarda evlilere göre daha yüksektir.

Katılımcıların yaş aralığına göre repoyu tercih etme durumları incelendiğinde; 18-45 yaş aralığında olan 278 katılımcının 250'si (%89,9) repoya yatırım yapmazken, 28'i (%10,1) repoyu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. 45 üzeri yaş grubunda olan 122 katılımcının 105'i (%86) repoya yatırım yapmazken, 17'si (%14) repoyu bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 45 üzeri yaş grubundakilerin yatırım fonuna yatırım yapma tercihleri 18-45 yaş aralığında bulunanlara göre oransal olarak daha yüksektir.

Aylık gelir bazında deneklerin repoya yönelimleri incelendiğinde, 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 299 denekten, 281'i (%93,9) bu aracı kullanmazken, 18'i (%6,1) repoya yatırım yapmaktadır. 3001 YTL ve üzeri gelire sahip olan 101 deneğin 74'ü (%73,2) bu aracı kullanmazken, 27'si (%26,8) repoya yatırım yapmaktadır. Buradan çıkan sonuç, 3001 YTL ve üzeri aylık gelir sahibi olanların 0-3000 YTL aralığında gelire sahip olanlara göre repo yatırımını daha çok oranda tercih ettikleridir.

3.2.1.2.8. Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki

Bu bölümde cinsiyet, medeni durum, yaş ve aylık gelir gibi demografik özelliklerin yatırım araçlarından elde edilen kar/zarar ile olan ilişkisi Tablo 3.10.'da açıklanmaya çalışılmıştır.

Tablo 3.10.: Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ile Demografik Özellikler Arasındaki İlişki

		Cinsiyet (P Chi Square)		Medeni Durum (P Chi Square)		Yaş (P Chi Square)		Aylık Gelir (P Chi Square)	
		Kadın	Erkek	Evli	Bekar	18-45	45+	0-3000	3001+
Döviz	Kar	6 (0,000)	39 (0,000)	28 (0,288)	17 (0,288)	37 (0,000)	8 (0,000)	31 (0,082)	14 (0,082)
	Başabaş	23 (0,000)	68 (0,000)	66 (0,288)	25 (0,288)	73 (0,000)	18 (0,000)	69 (0,082)	22 (0,082)
	Zarar	29 (0,000)	91 (0,000)	92 (0,288)	28 (0,288)	89 (0,000)	31 (0,000)	82 (0,082)	38 (0,082)
Altın	Kar	49 (0,001)	62 (0,001)	92 (0,011)	19 (0,011)	68 (0,046)	43 (0,046)	82 (0,019)	29 (0,019)
	Başabaş	28 (0,001)	60 (0,001)	65 (0,011)	23 (0,011)	60 (0,046)	28 (0,046)	76 (0,019)	12 (0,019)
	Zarar	-	6 (0,001)	6 (0,011)	-	6 (0,046)	-	3 (0,019)	3 (0,019)
Mevduat	Kar	55 (0,848)	121 (0,848)	135 (0,198)	41 (0,198)	126 (0,421)	50 (0,421)	123 (0,047)	53 (0,047)
	Başabaş	-	-	-	-	-	-	-	-
	Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-
Yatırım Fonu	Kar	29 (0,150)	77 (0,150)	75 (0,056)	31 (0,056)	83 (0,001)	23 (0,001)	76 (0,698)	30 (0,698)
	Başabaş	2 (0,150)	14 (0,150)	8 (0,056)	8 (0,056)	16 (0,001)	-	12 (0,698)	4 (0,698)
	Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-
Hisse Senedi	Kar	6 (0,170)	31 (0,170)	28 (0,229)	9 (0,229)	30 (0,069)	7 (0,069)	20 (0,009)	17 (0,009)
	Başabaş	4 (0,170)	11 (0,170)	12 (0,229)	3 (0,229)	9 (0,069)	6 (0,069)	9 (0,009)	6 (0,009)
	Zarar	2 (0,170)	8 (0,170)	10 (0,229)	-	4 (0,069)	6 (0,069)	8 (0,009)	2 (0,009)
Tahvil Bono	Kar	10 (0,024)	46 (0,024)	49 (0,001)	7 (0,001)	37 (0,548)	19 (0,548)	32 (0,001)	24 (0,001)
	Başabaş	-	-	-	-	-	-	-	-
	Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-
Repo	Kar	8 (0,045)	37 (0,045)	30 (0,270)	15 (0,270)	28 (0,260)	17 (0,260)	18 (0,000)	27 (0,000)
	Başabaş	-	-	-	-	-	-	-	-
	Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-

Döviz yatırım aracını tercih eden 58 kadın deneğin 6'sı (%10,4) kar, 23'ü (%39,6) ne kar ne zarar, 29'u (%50) zarar etmiştir. Bu yatırım aracını seçen 198 erkek deneğin ise 28'i (%14,1) kar, 68'i (%34,4) ne kar ne zarar, 91'i (%61,5) ise zarar etmiştir. Döviz yatırımına sahip olan deneklerden cinsiyete oransal olarak en yüksek oranda kar eden (%14,1) ve zarar eden ise erkekler (%61,5) olmuştur. Cinsiyet ile döviz yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,000 ve Pearson's R:-0,221)

Döviz yatırım yapan 186 evli deneğin 28'i (%15,1) kar, 66'sı (% 35,5) ne kar ne zarar, 92'si (%49,4) bu yatırım aracından zarar etmiştir. Döviz yatırım yapan 70 bekar denekten ise 17'si (%24,3) kar, 25'i (%35,7) ne kar ne zarar, 28'i (%40) zarar etmiştir. Döviz yatırımına sahip olan deneklerden medeni duruma göre oransal olarak en yüksek kar eden bekarlar (%24,3) ve en yüksek oranda zarar edenler ise evliler (%49,4) olmuştur.

256 katılımcının tercih ettiği yatırım aracı olan dövizden 18-45 yaş aralığındaki 199 denekten 37'si (%18,6) kar, 73'ü (%36,7) ne kar ne zarar, 89'u (%44,7) zarar etmiştir. 45 ve üzeri yaş grubunda olan 57 deneğin 8'i (%14) kar, 18'i (%31,6) ne kar ne zarar, 31'i (%44,4) zarar etmiştir. Döviz yatırım yapanlardan yaş aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 18-45 yaş aralığındakiler (%18,6) ve en yüksek oranda zarar eden ise yine %44,7 ile 18-45 yaş aralığındaki deneklerdir. Yaş ile döviz yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,000 ve Pearson's R:-0,226)

Döviz yatırım yapan katılımcılardan 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 182 deneğin 31'i (%17) kar, 69'u (% 37,9) ne kar ne zarar, 82'si (% 45,1) zarar etmiştir. 3000 YTL üzeri gelire sahip 74 deneğin 14'ü (%18,9) kar, 22'si (%29,7) ne kar ne zarar, 38'i (%51,4) zarar etmiştir. Döviz yatırım yapanlardan aylık gelir aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 3000 YTL üzeri gelir aralığındakiler (%18,9) ve en yüksek oranda zarar eden ise yine %51,4 ile 3000 YTL üzeri gelir aralığındaki deneklerdir.

Altın yatırım aracını tercih eden 77 kadın deneğin 49'u (%63,6) kar, 28'i (%36,4) ne kar ne zarar etmiştir. Kadın deneklerden altından zarar eden olmamıştır. Bu yatırım aracını seçen 128 erkek deneğin ise 62'si (%48,4) kar, 60'ı (%46,8) ne kar ne zarar, 6'sı (%4,8) ise zarar etmiştir. Altın yatırımına sahip olan deneklerden

cinsiyete oransal olarak en yüksek oranda kar eden kadınlar (%63,6) ve zarar eden ise erkekler (%4,8) olmuştur. Cinsiyet ile altın yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,001 ve Pearson's R:0,184)

Altına yatırım yapan 163 evli deneğin 92'si (%56,4) kar, 65'i (% 39,9) ne kar ne zarar, 6'sı (%3,7) bu yatırım aracından zarar etmiştir. Altına yatırım yapan 42 bekar denekten ise 19'u (%45,2) kar, 23'ü (%54,8) ne kar ne zarar etmiştir. Bekar deneklerden altın yatırımından zarar eden olmamıştır. Altın yatırımına sahip olan deneklerden medeni duruma göre oransal olarak en yüksek kar eden evliler (%56,4) ve en yüksek oranda zarar edenler ise yine evliler (%3,7) olmuştur. Medeni durum ile altın yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,011 ve Pearson's R:-0,144)

205 katılımcının tercih ettiği yatırım aracı olan altından 18-45 yaş aralığındaki 134 denekten 68'i (%50,7) kar, 60'ı (%43,4) ne kar ne zarar, 6'sı (%5,9) zarar etmiştir. 45 ve üzeri yaş grubunda olan 71 deneğin 43'ü (%60,5) kar, 28'i (%39,5) ne kar ne zarar etmiştir. 45 yaş üzeri grupta yer alan deneklerden hiçbirisi altın yatırım aracından zarar etmemiştir. Altına yatırım yapanlardan yaş aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 45 yaş üzeri aralığındakiler (%60,5) ve en yüksek oranda zarar eden ise %5,9 ile 18-45 yaş aralığındaki deneklerdir. Yaş ile altın yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,046 ve Pearson's R:0,115)

Altına yatırım yapan katılımcılardan 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 161 deneğin 82'si (%50,9) kar, 76'sı (% 47,2) ne kar ne zarar, 3'ü (% 1,9) zarar etmiştir. 3000 YTL üzeri gelire sahip 44 deneğin 29'u (%65,9) kar, 12'si (%27,2) ne kar ne zarar, 3'ü (%6,9) zarar etmiştir. Altına yatırım yapanlardan aylık gelir aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 3000 YTL üzeri gelir aralığındakiler (%65,9) ve en yüksek oranda zarar eden ise yine %6,9 ile 3000 YTL üzeri gelir aralığındaki deneklerdir. Aylık gelir ile altın yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,019 ve Pearson's R:-0,070)

Mevduat yatırım aracını tercih eden 55 kadın deneğin 55'i (%100) kar etmiştir. Bu yatırım aracını seçen 121 erkek deneğin ise 121'i (%100) kar etmiştir. Mevduat yatırım yapan bütün erkek ve kadın denekler bu yatırım aracından kar elde etmişlerdir.

Mevduata yatırım yapan 135 evli deneğin 135'i (%100) kar etmiştir. Mevduata yatırım yapan 41 bekar denekten ise 41'i (%100) kar etmiştir. Evli ve bekar deneklerden mevduata yatırım yapanların hepsi bu yatırım aracından kar elde etmişlerdir.

176 katılımcının tercih ettiği yatırım aracı olan mevduattan 18-45 yaş aralığındaki 126 denekten 126'sı (%100) kar etmiştir. 45 ve üzeri yaş grubunda olan 50 deneğin 50'si (%100) kar etmiştir. 45 yaş üzeri ve altı grupta yer alan deneklerden hiçbirisi mevduat yatırım aracından zarar etmemiştir.

Mevduata yatırım yapan katılımcılardan 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 123 deneğin 123'ü (%100) kar etmiştir. 3000 YTL üzeri gelire sahip 53 deneğin 53'ü (%100) kar etmiştir. Her iki gelir grubunda da mevduat yatırımından kar etmeyen bir denek olmamıştır. Aylık gelir ile mevduat yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,047 ve Pearson's R:0,099)

Yatırım fonu aracını tercih eden 31 kadın deneğin 29'u (%93,5) kar, 2'si (%6,5) ne kar ne zarar etmiştir. Kadın deneklerden yatırım fonundan zarar eden olmamıştır. Bu yatırım aracını seçen 91 erkek deneğin ise 77'si (%84,6) kar, 14'ü (%15,4) ne kar ne zarar etmiştir. Erkek deneklerden yatırım fonundan zarar eden olmamıştır. Yatırım fonuna sahip olan deneklerden cinsiyete oransal olarak en yüksek oranda kar eden kadınlar (%93,5) ve zarar eden ise erkekler (%15,4) olmuştur.

Yatırım fonu alan 83 evli deneğin 75'i (%90,3) kar, 8'i (% 9,7) ne kar ne zarar etmiştir. Yatırım fonu kullanan evli deneklerden zarar eden olmamıştır. Yatırım fonu alan 39 bekar denekten ise 31'i (%79,4) kar, 8'i (%20,6) ne kar ne zarar etmiştir. Bekar deneklerden yatırım fonundan zarar eden olmamıştır. Yatırım fonuna sahip olan deneklerden medeni duruma göre oransal olarak en yüksek kar eden evliler (%90,3) ve en yüksek oranda zarar edenler ise bekar denekler (%20,6) olmuştur.

122 katılımcının tercih ettiği yatırım aracı olan yatırım fonundan 18-45 yaş aralığındaki 99 denekten 83'ü (%83,8) kar, 16'sı (%16,2) ne kar ne zarar etmiştir. 18-45 yaş arası grupta yatırım fonundan zarar eden olmamıştır. 45 ve üzeri yaş grubunda olan 23 deneğin 23'ü (%100) kar etmiştir. 45 yaş üzeri grupta yer alan deneklerden hepsi yatırım fonundan kar elde etmiştir. Yatırım fonuna yatırım yapanlardan yaş aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 45 yaş üzeri aralığındakiler (%100)

Yaş ile yatırım fonu aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,001 ve Pearson's R:-0,154)

Yatırım fonuna yatırım yapan katılımcılardan 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 88 deneğin 76'sı (%86,3) kar, 12'si (% 13,7) ne kar ne zarar etmiştir. 0-3000 YTL gelir aralığında bulunanlardan zarar eden denek olmamıştır. 3000 YTL üzeri gelire sahip 34 deneğin 30'u (%88,2) kar, 4'ü (%11,8) ne kar ne zarar etmiştir. Yatırım fonuna yatırım yapanlardan aylık gelir aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 3000 YTL üzeri gelir aralığındakilerdir (%88,2).

Hisse senedi yatırım aracını tercih eden 12 kadın deneğin 6'sı (%50) kar, 4'ü (%33,4) ne kar ne zarar, 2'si (%16,6) zarar etmiştir. Bu yatırım aracını seçen 50 erkek deneğin ise 31'i (%62) kar, 11'i (%22) ne kar ne zarar, 8'i (%16) ise zarar etmiştir. Hisse senedi yatırımına sahip olan deneklerden cinsiyete oransal olarak en yüksek oranda kar eden erkekler (%62) ve zarar eden ise kadınlar (%16,6) olmuştur.

Hisse senedine yatırım yapan 50 evli deneğin 28'i (%56) kar, 12'si (%24) ne kar ne zarar, 10'u (%20) bu yatırım aracından zarar etmiştir. Hisse senedine yatırım yapan 12 bekar denekten ise 9'u (%75) kar, 3'ü (%25) ne kar ne zarar etmiştir. Bekar deneklerden hisse senedi yatırımından zarar eden olmamıştır. Hisse senedi yatırımına sahip olan deneklerden medeni duruma göre oransal olarak en yüksek kar eden bekarlar (%75) ve en yüksek oranda zarar edenler ise evliler (%20) olmuştur.

62 katılımcının tercih ettiği yatırım aracı olan hisse senedinden 18-45 yaş aralığındaki 43 denekten 30'u (%69,7) kar, 9'u (%20,9) ne kar ne zarar, 4'ü (%9,4) zarar etmiştir. 45 ve üzeri yaş grubunda olan 19 deneğin 7'si (%36,8) kar, 6'sı (%31,6) ne kar ne zarar, 6'sı (%31,6) zarar etmiştir. Hisse senedine yatırım yapanlardan yaş aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 18-45 yaş aralığındakiler (%69,7) ve en yüksek oranda zarar eden ise %31,6 ile 45 yaş üzeri aralığındaki deneklerdir.

Hisse senedine yatırım yapan katılımcılardan 0-3000 YTL gelir aralığında bulunan 37 deneğin 30'u (%54) kar, 9'u (% 24,3) ne kar ne zarar, 4'ü (% 21,7) zarar etmiştir. 3000 YTL üzeri gelire sahip 25 deneğin 17'si (%68) kar, 6'sı (%24) ne kar ne zarar, 2'si (%8) zarar etmiştir. Hisse senedine yatırım yapanlardan aylık gelir aralığına göre oransal olarak en yüksek kar eden 3000 YTL üzeri gelir aralığındakiler (%68) ve en yüksek oranda zarar eden ise %21,7 ile 0-3000 YTL gelir aralığındaki

deneklerdir. Aylık gelir ile hisse senedi yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,009 ve Pearson's R:0,166)

Tahvil/bono yatırım aracını seçen kadın ve erkek deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır. Cinsiyet ile tahvil/bono yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,024 ve Pearson's R:-0,113)

Tahvil/bono yatırım aracını seçen evli ve bekar deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır. Medeni durum ile tahvil/bono yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,001 ve Pearson's R:-0,128)

Tahvil/bono yatırım aracını seçen 18-45 yaş aralığındakiler ve 45 üzeri yaş aralığındaki deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır.

Tahvil/bono yatırım aracını seçen 0-3000 YTL gelir aralığındakiler ve 3000 YTL üzeri gelir aralığındaki deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır. Aylık gelir ile tahvil/bono yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,001 ve Pearson's R:0,164)

Repo yatırım aracını seçen kadın ve erkek deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır. Cinsiyet ile repo yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,045 ve Pearson's R:-0,100)

Repo yatırım aracını seçen evli ve bekar deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır.

Repo yatırım aracını seçen 18-45 yaş aralığındakiler ve 45 üzeri yaş aralığındaki deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır.

Repo yatırım aracını seçen 0-3000 YTL gelir aralığındakiler ve 3000 YTL üzeri gelir aralığındaki deneklerin hepsi bu araçtan kar sağlamışlardır. Aylık gelir ile repo yatırım aracından elde edilen kar/zarar arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Pearson's P:0,000 ve Pearson's R:0,285)

3.2.1.2.9. Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumu ve Finansal Profil İlişkisi

Bireysel yatırımcıların mevcut ve önceki yatırımlarından elde ettikleri kazançlar veya uğradıkları kayıplar, yatırımcının psikolojisini ve duyarlılığını doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle takip eden bölümlerde davranışsal finans modellerine göre ölçülecek olan yargıların daha anlamlı ve doğru bir şekilde analiz edilmesi amacı ile bir önceki bölümde tercih edilme dereceleri belirlenen yatırım araçlarının, tercih eden katılımcılara sağladıkları kar, zarar, veya başabaş olma durumunu ortalama değerlerin çoktan aza sıralanışı dahilinde gösteren Tablo 3.11. aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.11. : Finansal Yatırımların Kar/Zarar Durumuna Göre Dağılımı

	Çok Zarar (1)		Zarar (2)		Başabaş (3)		Kar (4)		Çok Kar (5)		Toplam		mod	Ort.
	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%	Fre.	%		
Dev.Tah Haz.Bon.	-	-	-	-	-	-	50	89,3	6	10,7	56	100	4	4,11
Mevduat	-	-	-	-	-	-	163	92,6	13	7,4	176	100	4	4,07
Repo	-	-	-	-	-	-	45	100	0	0	45	100	4	4,00
Yat.Fonu	-	-	-	-	16	13,1	106	86,9	0	0	122	100	4	3,87
Altın	-	-	6	2,9	88	42,9	96	46,8	15	7,3	205	100	4	3,59
H.Senedi	2	3,2	8	12,9	15	24,2	28	45,2	9	14,5	62	100	4	3,55
Döviz	18	7	102	39,8	91	35,5	45	17,6	0	0	256	100	2	2,64

Devlet tahvili/hazine bonosuna yatırım yapan 56 katılımcının 50'si (%89,3) kar, 6'sı (%10,7) çok kar ifadesini seçmişlerdir. Çok zarar, zarar ve başabaş seçeneklerini işaretleyen katılımcı olmamıştır. Bu yatırım aracını seçen katılımcıların hiçbiri zarar etmemiştir. Bu araç 4,11 ortalama ile en karlı yatırım aracı olarak araştırmada yer almıştır.

Mevduata yatırım yapan 176 deneğin 163'ü (%92,6) kar, 13'ü (%7,4) çok kar seçeneğini işaretlemiştir. Çok zarar, zarar ve başabaş seçeneklerini işaretleyen katılımcı olmamıştır. Katılımcıların çok büyük bir çoğunluğu (%92,6) mevduat yatırım aracından kar etmiştir. En çok kar edilen ikinci yatırım aracı olarak tespit edilen mevduattan da zarar eden yatırımcı olmamıştır.

En karlı üçüncü yatırım aracı olan repoyu seçen 45 katılımcının tamamı (%100) kar seçeneğini işaretlemişlerdir. Çok zarar, zarar, başabaş ve çok kar seçeneklerini işaretleyen denek olmamıştır. Bu yatırım aracını seçen katılımcıların hepsi kar etmişlerdir.

Yatırım fonu kullanan 122 deneğin 16'sı (%13,1) başabaş, 106'sı (%86,9) kar ifadesini seçmişlerdir. Çok zarar, zarar ve çok kar seçeneklerini işaretleyen denek olmamıştır. Katılımcıların çok büyük bir çoğunluğu (%86,9) yatırım fonundan kar etmişlerdir. Yatırım fonu 3,87 ortalama değer ile en karlı dördüncü yatırım aracıdır.

En fazla kullanıcı tarafından tercih edilen altın için, bu araca yatırım yapan 205 katılımcının 6'sı (%2,9) zarar, 88'i (%42,9) başabaş, 96'sı (%46,8) kar, 15'i (%7,3) çok kar ifadesi seçmişlerdir. Çok zarar ifadesini seçen katılımcı olmamıştır. Bu yatırım aracını seçen yatırımcıların büyük kısmı altından (%54,1) kar ve çok kar etmiştir.

Anket çalışmasına katılan 62 cevaplayıcının kullandığı hisse senedi 3,55 ortalama değer ile kar/zarar sıralamasında altıncı sıradadır. Hisse senedine yatırım yapan 62 katılımcının 2'si (%3,2) çok zarar, 8'i (%12,9) zarar, 15'i (%24,2) başabaş, 28'i (%45,2) kar, 9'u (%14,5) çok kar seçeneğini işaretlemiştir. Katılımcıların çoğunluğu (%45,2) hisse senedi yatırımlarından kar etmişlerdir.

Anket çalışması sonucunda yatırımcısına en az kar araç olarak bulunan dövize yatırım yapan 256 katılımcının 18'i (%7) çok zarar, 102'si (%39,8) zarar, 91'i (%35,5) başabaş, 45'i (%17,6) kar seçeneğini işaretlemiştir. Çok kar seçeneğini işaretleyen katılımcı olmamıştır. Döviz yatırım yapan katılımcıların çoğunluğu (%46,8) döviz yatırımlarından zarar ve çok zarar etmişlerdir.

Vadeli işlemler ve diğer yatırım araçlarını kullanan katılımcı olmadığı için bu yatırım araçları ile ilgili kar/zarar değerlendirilmesi yapılmamıştır.

Yukarıda genel olarak kendi içlerinde getirilerinin sabit veya değişken olması yönünden hiçbir ayrıma gidilmeden sıralanmış yatırım araçlarını sabit, yarı sabit-yarı değişken ve değişken getirili olarak üç başlıkta kar/zarar durumuna göre sıralarsak:

Sabit getirililer; devlet tahvili/hazine bonusu (4,11), mevduat (4,07), repo (4)

Yarı sabit-yarı değişken getirili; yatırım fonu (3,87)

Değişken getirili; altın (3,59), hisse senedi (3,55), döviz (2,64)

3.2.1.3. Yatırımcının Davranışsal Profili

Bu bölümde yatırımcının davranışsal profilini çıkarmak amacıyla aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma ve belirsizlikten kaçınma yanlılıklarını, mevcudiyet kısıyolunu ve sosyal olaylar etkisini içeren önermeler yöneltilmiştir.

3.2.1.3.1. Aşırı Güven Yanlılığı İçeren Önermeler

Aşırı güven yanlılığı genel anlamıyla, insanların yatırım kararlarında kendilerine normal düzeyin üzerinde güven duymaları demektir. Bu aşırı güvenin oluşma sebepleri, insanların sahip oldukları bilgiye olduğundan daha fazla değer vermeleri, tüyolar, piyasa dedikoduları gibi sıradışı bilgileri doğruluk derecesini ölçmeden kabullenmeleri, önceki birkaç başarılı yatırım kararlarından dolayı oluşan güven ve bütün insanlarda mevcut olan kendini özel hissetme duygusudur.

Aşırı güven yanlılığı sonucu tahmin yeteneklerini abartarak yatırım yapan insanlar normal üzeri riskli yatırımlara yönelmekte ve bu yönelişlerin sonucunda da çoğunlukla zarar etmektedirler. İlerleyen süreçte her başarısız yatırım kararından sonra zararın büyüklüğüne göre aşırı güven yanlılıkları azalsa da içinde buldukları zarar durumundan kurtulmak için daha çok işlem yaparak maliyetlerini arttırıp çoğu zaman daha riskli yatırımlara yönelmektedirler. Karşılaşılan her başarısızlık sonucu azalan aşırı güven yanlılığı yatırımcının zararlardan sonraki ilk başarılı hamlesinde önceki düşüşlere göre daha hızlı bir yükselişe geçmektedir.

Bu bölümde yatırımcıların yanlış kararlar vermesinde rol oynayan bilişsel faktörler içinde en sık görülenlerden biri olan aşırı güven yanlılığını ölçme amaçlı önermelerin değerlendirilmesi yapılacaktır. Değerlendirme için deneklere;

- a) Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim çok yüksektir.
- b) Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar.
- c) Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar.

Önermeleri yöneltilerek bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları sorulmuştur.

Yatırım Kararlarımda Kendime Olan Güvenim Çok Yüksek

Önermesi: Bu önerme ile yatırımcıların aldıkları yatırım kararlarında kendilerine olan güvenlerinin normal üzeri bir seviye olup olmadığı araştırılmaktadır. Aşırı güven yanlılığının ana unsuru olan kişinin kendine güven olgusunun deneklerin yatırım kararları üzerindeki etkisi tespit edilecektir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.12.'de verilmiştir.

Tablo 3.12: Yatırım Kararlarımda Kendime Olan Güvenim Çok Yüksek Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	6	1,5	3,58	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	70	17,5					
Kararsızım (3)	53	13,2					
Katılıyorum (4)	229	57,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	42	10,5					
Toplam	400	100					

Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim çok yüksektir önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 kişinin 6'sı (%1,5) kesinlikle katılmıyorum, 70'i (%17,5) katılmıyorum, 53'ü (%13,2) kararsızım, 229'u (%57,3) katılıyorum, 42'si (%10,5) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Ankete katılanların büyük bir kısmının yatırım kararlarında kendilerine olan güvenleri çok yüksektir. Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir önermesine katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevabını verenler ankete katılanların %67,8'ini oluşturmaktadırlar. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Benim Yatırım Tercihlerim Her Zaman Piyasaya Göre Daha Fazla

Kazanç Sağlar Önermesi: Bu önermede yatırımcının kendi kazanç oranı ile piyasa genelinin kazanç oranını karşılaştırması sağlanmıştır. Buradaki amaç yatırımcının kendisi dışında kalan diğer bütün yatırımcıları ifade eden piyasa kavramı ile kendini kazanç oranlarının vasıtasıyla karşılaştırması ve bunun sonucunda aşırı güven yanlılığını destekleyen kişinin kendini ve yatırım eylemlerini özel hissetmesi eğiliminin ölçülmesidir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.13'de verilmiştir.

Tablo 3.13: Benim Yatırım Tercihlerim Her Zaman Piyasaya Göre Daha Fazla Kazanç Sağlar Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	2	0,5	3,53	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	89	22,2					
Kararsızım (3)	54	13,5					
Katılıyorum (4)	206	51,5					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	49	12,3					
Toplam	400	100					

Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 kişinin 2'si (%0,5) kesinlikle katılmıyorum, 89'u (%22,2) katılmıyorum, 54'ü (%13,5) kararsızım, 206'sı (%51,5) katılıyorum, 49'u (%12,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Ankete katılanların çoğunluğu yatırım tercihlerinin piyasaya göre her zaman daha fazla kazanç sağlayacağını düşünmektedir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevabını verenler ankete katılanların %63,8'ini oluşturmaktadırlar. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Yatırım Araçları ile İlgili Az Sayıda Yatırımcının Ulaşabileceği Bilgiler Bana Kesinlikle Yarar Sağlar Önermesi: Bu önerme ile kişilerin tüyolar, piyasa dedikoduları gibi formel olmayan ve çoğu kişinin bilmediğini varsaydıkları bilgileri çok irdilemeden yatırım kararlarını yönlendirecek şekilde değerlendirmelerinin aşırı güven yanlılığını desteklemesini incelenmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.14.'de verilmiştir.

Tablo 3.14: Yatırım Araçları ile İlgili Az Sayıda Yatırımcının Ulaşabileceği Bilgiler Bana Kesinlikle Yarar Sağlar Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	0	0	3,85	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	45	11,2					
Kararsızım (3)	53	13,2					
Katılıyorum (4)	221	55,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	81	20,3					
Toplam	400	100					

Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 kişinin 45'i

(%11,2) katılmıyorum, 53'ü (%13,2) kararsızım, 221'i (%55,3) katılıyorum, 81'i (%20,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Kesinlikle katılmıyorum ifadesini işaretleyen bir katılımcı olmamıştır. Ankete katılanların büyük çoğunluğu yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgilerin kendisine kesinlikle yarar sağlayacağını düşünmektedir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevabını verenler ankete katılanların %75,8'ini oluşturmaktadırlar. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.15.'de yatırım aracı tercihlerinin aşırı güven yanlılığı içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir.

Tablo 3.15.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Aşırı Güven Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi

		Repo	Hisse senedi	Mevduat	Tahvil Bono	Döviz	Yatırım Fonu	Altın
Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir	μ	3,89	3,68	3,60	3,61	3,62	3,56	3,56
	P	(0,005)	(0,388)	(0,281)	(0,639)	(0,466)	(0,997)	(0,871)
Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar	μ	3,87	3,60	3,55	3,48	3,52	3,52	3,50
	P	(0,020)	(0,535)	(0,749)	(0,052)	(0,906)	(0,922)	(0,595)
Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar	μ	3,80	3,87	3,98	3,98	3,83	3,85	3,80
	P	(0,999)	(0,224)	(0,032)	(0,046)	(0,763)	(0,125)	(0,258)
Yatırım aracı kullananların aşırı güven yanlılığı ortalaması	μ	3,85	3,72	3,71	3,69	3,66	3,64	3,62

μ: Ortalama değer P: Ki Kare

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,85 ortalama değer ile en yüksek derecede aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Repoya yatırım yapan denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,89 ortalama değer ile cevap vermişlerdir; ayrıca repo yatırımı ile bu önerme arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson's R: 0,140). Repo yatırım aracını kullanan deneklerin “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,87'dir. Bu önerme ile repo yatırımı arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson's R: 0,138). Repo yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine verdikleri cevapların ortalaması 3,80'dir.

Hisse senedine yatırım yapan yapan denekler 3,72 aşırı güven yanlılığı ortalaması ile en yüksek ikinci değere sahiptirler. Hisse senedine yatırım yapan denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,68 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,60 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,87 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Bu yatırım aracı ile aşırı güven yanlılığı önermeleri arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde hiçbir ilişki bulunmamaktadır.

Mevduata yatırım yapanlar 3,71 ortalama cevap değeri ile üçüncü sıradaki aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Mevduat yatırım aracını seçen denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,60 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,55 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,98 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesi ile mevduat yatırımı arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R: 0,126).

Tahvil/bono araçlarına yatırım yapanlar 3,69 ortalama cevap değeri ile dördüncü sıradaki aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Tahvil/bono yatırım aracını seçen denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,61 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,48 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,98 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesi ile Tahvil/bono yatırımı arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R: 0,086).

Döviz yatırım yapanlar 3,66 ortalama cevap değeri ile beşinci sıradaki aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Döviz yatırım aracını seçen denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,62 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,52 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının

ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,83 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Yatırım fonuna yatırım yapanlar 3,64 ortalama cevap değeri ile altıncı sıradaki aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Yatırım fonu yatırım aracını seçen denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,56 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,52 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,85 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Altına yatırım yapanlar 3,62 ortalama cevap değeri ile yedinci ve aynı zamanda son sıradaki aşırı güven yanlılığına sahiptirler. Altın yatırım aracını seçen denekler, “Yatırım kararlarımda kendime olan güvenim yüksektir” önermesine 3,56 ortalama değer ile , “Benim yatırım tercihlerim her zaman piyasaya göre daha fazla kazanç sağlar” önermesine 3,50 ortalama değer ile, “Yatırım araçları ile ilgili az sayıda yatırımcının ulaşabileceği bilgiler bana kesinlikle yarar sağlar” önermesine 3,80 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

3.2.1.3.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı İçeren Önergeler

İnsanlar gelecek ile ilgili belirsizlik içeren riskli durumlarda çoğu zaman sıradışı bir iyimserlik içindedirler. Bu durum aşırı iyimserlik yanlılığı olarak tanımlanmaktadır. Aşırı iyimserlik yanlılığını destekleyen faktörler insanların kötü olayların ve olumsuz gelişmelerin genellikle başkasının başına geleceğini düşünmesi, kendini bu ihtimaller dahiline sokmaması, olumsuz bir durumla karşılaştığında bunun sebebini kendisi dışındaki başka nedenlerle açıklamaya çalışması, gelecekle ilgili tahminlerinin gerçekleşme olasılığını yüksek görmesi ve gerçekleşmesini umduğu çok düşük ihtimalli olaylara mantık dışı bir şekilde gerçekleşecekmiş gibi inanmasıdır.

Aşırı iyimserlik yanlılığı içerdiği bu özellikler açısından aşırı güven yanlılığı ile birbirlerini tamamlayan ve bazı noktalarda ortak olan bir bilişsel önyargı çeşididir. Her iki bilişsel kusurun aynı anda bir yatırımcıyı etkisi altına alması yatırımcının yüksek kayıplara uğramasına sebep vermektedir. Çünkü kendine aşırı güvenen ve

gelecek ile ilgili değişkenlerin hep olumlu yönde olacağını düşünen bir yatırımcı çok büyük riskleri içeren kararlar verebilir.

Bu bölümde deneklere aşırı iyimserlik yanlılığını ölçmek için sırasıyla şu önermeler yöneltilmiştir:

a) Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak

b) Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak

Deneklerin bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları değerlendirilerek seçtikleri yatırım aracına göre deneklerdeki aşırı iyimserlik yanlılığı ölçülmüştür.

Önümüzdeki 12 Ayda Yatırımlarım Piyasa Ortalamasından Daha Yüksek Getiri Sağlayacak Önermesi: Bu önerme ile yatırımcıların 12 ay gibi uzak ve geniş bir periyodu kapsayan gelecekte elde edecekleri getirinin beklentileri hakkındaki iyimserliklerinin ve buna bağlı olarak da kendilerine olan güvenlerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.16.'da verilmiştir.

Tablo 3.16.: Önümüzdeki 12 Ayda Yatırımlarım Piyasa Ortalamasından Daha Yüksek Getiri Sağlayacak Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	8	2	3,68	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	44	11					
Kararsızım (3)	73	18,2					
Katılıyorum (4)	219	54,8					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	56	14					
Toplam	400	100					

Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak önermesi için 400 cevaplayıcının 8'i (%2) kesinlikle katılmıyorum, 44'ü (%11) katılmıyorum, 73'ü (%18,2) kararsızım, 219'u (%54,8) katılıyorum, 56'sı (%14) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Ankete katılanların büyük çoğunluğu önümüzdeki 12 ay içinde yatırımlarımın piyasa ortalamasına göre daha yüksek getiri sağlayacağını beklemektedir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %68,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Önümüzdeki 12 Ayda Türkiye'nin Ekonomik Durumu Daha İyi Olacak

Önermesi: Bu önerme ile yatırımcıların geniş ve uzak bir zaman diliminde Türkiye'nin ekonomik durumu ile ilgili beklentilerinin iyimserliği ve bir önceki önermede sorulan yatırımlarının 12 aylık dilimde sağlayacağı getiri ile bu önerme arasındaki ilişkinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.17.'de verilmiştir.

Tablo 3.17.: Önümüzdeki 12 Ayda Türkiye'nin Ekonomik Durumu Daha İyi Olacak Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	35	8,8	3,24	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	93	23,2					
Kararsızım (3)	53	13,2					
Katılıyorum (4)	179	44,8					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	40	10					
Toplam	400	100					

Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak önermesi ile ilgili 400 deneğin, 35'i (%8,8) kesinlikle katılmıyorum, 93'ü (%23,2) katılmıyorum, 53'ü (%13,2) kararsızım, 179'u (%44,8) katılıyorum, 40'ı (%10) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Katılımcıların çoğunluğu önümüzdeki 12 ayda Türkiye'de ekonomik durumun daha iyiye gideceğine inanmaktadır. Bu önerme için katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %54,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.18.'de yatırım aracı tercihlerinin aşırı iyimserlik yanlılığı içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir. Yatırım araçları kullanıcılarının vermiş oldukları cevapların ortalamasına göre büyükten küçüğe doğru tabloda sıralanmıştır.

Tablo 3.18.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Aşırı İyimserlik Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi

		Repo	Tahvil Bono	Hisse senedi	Döviz	Altın	Yatırım Fonu	Mevduat
Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak	μ	4,09	3,79	3,84	3,72	3,68	3,66	3,63
	P	(0,008)	(0,098)	(0,397)	(0,256)	(0,305)	(0,165)	(0,676)
Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak	μ	3,13	3,32	3,26	3,20	3,18	3,20	3,13
	P	(0,661)	(0,605)	(0,719)	(0,434)	(0,367)	(0,964)	(0,173)
Yatırım aracı kullananların aşırı iyimserlik yanlılığı	μ	3,61	3,56	3,55	3,46	3,43	3,43	3,38

μ: Ortalama değer P: Ki Kare

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,61 ortalama değer ile en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Repo'ya yatırım yapan denekler, "Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak" önermesine 4,09 ortalama değer ile cevap vermişlerdir; ayrıca repo yatırımı ile bu önerme arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson's R: 0,144). Repo yatırım aracını kullanan deneklerin "Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,13'dür.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler 3,56 ortalama değer ile ikinci en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Tahvil/bono aracına yatırım yapan denekler, "Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak" önermesine 3,79 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin "Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,32'dir.

Hisse senedi yatırım aracını kullanan denekler 3,55 ortalama değer ile üçüncü en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Hisse senedi aracına yatırım yapan denekler, "Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak" önermesine 3,84 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Hisse senedi yatırım aracını kullanan deneklerin "Önümüzdeki 12 ayda Türkiye'nin ekonomik durumu daha iyi olacak" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,26'dır.

Döviz yatırım aracını kullanan denekler 3,46 ortalama değer ile dördüncü en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Döviz aracına yatırım yapan denekler, “Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak” önermesine 3,68 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Döviz yatırım aracını kullanan deneklerin “Önümüzdeki 12 ayda Türkiye’nin ekonomik durumu daha iyi olacak” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,18’dir.

Altın yatırım aracını kullanan denekler 3,43 ortalama değer ile beşinci en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Altın aracına yatırım yapan denekler, “Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak” önermesine 3,72 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Altın yatırım aracını kullanan deneklerin “Önümüzdeki 12 ayda Türkiye’nin ekonomik durumu daha iyi olacak” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,20’dir.

Yatırım fonu yatırım aracını kullanan denekler 3,43 ortalama değer ile altıncı en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Yatırım fonu aracına yatırım yapan denekler, “Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak” önermesine 3,66 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Yatırım fonu yatırım aracını kullanan deneklerin “Önümüzdeki 12 ayda Türkiye’nin ekonomik durumu daha iyi olacak” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,20’dir.

Mevduat yatırım aracını kullanan denekler 3,38 ortalama değer ile yedinci ve son sırada en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler. Mevduat aracına yatırım yapan denekler, “Önümüzdeki 12 ayda yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek getiri sağlayacak” önermesine 3,63 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Mevduat yatırım aracını kullanan deneklerin “Önümüzdeki 12 ayda Türkiye’nin ekonomik durumu daha iyi olacak” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,13’dür.

3.2.1.3.3. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Kısayolu İçeren Önermeler

Yakın geçmiş kurbanı olma şeklinde özetlenebilen mevcudiyet kısayolu davranışsal finans literatüründe genel tanımı ile yatırımcıların geleceği tahmin edebilmek için yakın geçmişteki verilerden fazlasıyla etkilenip geleceğin geçmişin bir

tekrarı olacağını varsaymaları olarak açıklanabilir. Psikoloji bilimi çerçevesinde ise mevcudiyet kısayolu kişinin, bir olgunun ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlanabilme kolaylığına bağlı olarak değerlendirmesini sağlayan etkili, ama hata payı yüksek genel bir karar verme kuralı olarak tanımlanmaktadır.

Yatırımcıların kararlarında mevcudiyet kısayolunu kullanılmasını arttıran sebepler arasında kısa vadeli ve konjonktürel olaylara süreklilik değeri vermek, yakın geçmişteki piyasa trendlerinin bir süre sonra tekrarlanacağına inanmak, geçerlilik derecesi az bile olsa yatırımcının son zamanlarda edindiği bir bilgiye aşırı önem vermesi sayılabilir.

Bütün bilişsel kısayollarda olduğu gibi mevcudiyet kısayolunun kullanımı da yatırımcının hızlı ve kolay karar vermesini sağlar; fakat bu hızlı karar verme sürecinin sonunda alınan kararın ilerleyen dönemlerde yatırımcıya negatif yönde getiri sağlaması kuvvetli bir ihtimaldir. Çünkü yatırımcının karar aşamasında kullandığı mevcudiyet kısayolunun kalıpları sürekli değişen piyasa şartlarında ortaya çıkabilecek tüm sorunlar için genel geçer yeterliliğe sahip bir cevap olmayacaktır. Diğer taraftan sürekli olarak geçmişin tekrarını beklemek veya belirli bir trendin tekrar oluşacağına inanmak mevcut portföyden zarar etmenin yanında yeni fırsatların değerlendirilmemesi sonucunda da yatırımcıya gizli bir alternatif maliyet oluşturacaktır.

Bu bölümde deneklerde mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu etkisini ölçmek için sırasıyla şu önermeler yöneltilmiştir:

a) Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır.

b) Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder.

Deneklerin bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları değerlendirilerek seçtikleri yatırım aracına göre deneklerdeki bulunabilirlik kısayolu kullanımları ölçülmüştür.

Portföyümde Geçmişte Bana Çok Kazandırmış Fakat Şimdi Zarar Ettiren Bir Araç Gelecekte Tekrar Kazandıracaktır Önermesi: Bu önerme ile ankete katılan deneklerin geçmişte kar sağladıkları ama bugün zarar ettikleri yatırım araçlarını, geçmişte kar sağlaması ve bu durumun yeniden tekrar edeceğini beklemleri sebebiyle ellerinden çıkarmama eğiliminin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.19.'da verilmiştir.

Tablo 3.19.: Portföyümde Geçmişte Bana Çok Kazandırmış Fakat Şimdi Zarar Ettiren Bir Araç Gelecekte Tekrar Kazandıracaktır Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	10	2,5	3,62	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	58	14,5					
Kararsızım (3)	57	14,3					
Katılıyorum (4)	225	56,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	50	12,5					
Toplam	400	100					

Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 denegin 10'u (%2,5) kesinlikle katılmıyorum, 58'i (%14,5) katılmıyorum, 57'si (%14,3) kararsızım, 225'i (%56,3) katılıyorum, 50'si (%12,5) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Ankete katılanların büyük çoğunluğu portföylerinde geçmişte onlara çok kazandırmış fakat şu anda zarar ettiren bir yatırım aracının ilerleyen zamanlarda tekrar kazandıracığını düşünmektedirler. Bu önerme için katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %68,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Bir Yatırım Aracı Belli Süre Kar/Zarar Ederse Bir Süre Sonra Bu Karı/Zararı Tekrar Eder Önermesi : Bu önerme ile yatırımcılarda bulunan “piyasalarda meydana gelen gelişmeler belirli bir döngü dahilinde sürekli bir tekrar içindedir” yargısı ile ortaya çıkan bir yatırım aracının yakın geçmişte ortaya koyduğu trendi yakın gelecekte de devam ettireceğine olan inancın ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.20'de verilmiştir.

Tablo 3.20.: Bir Yatırım Aracı Belli Süre Kar/Zarar Ederse Bir Süre Sonra Bu Karı/Zararı Tekrar Eder Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	5	1,3	3,60	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	59	14,8					
Kararsızım (3)	79	19,8					
Katılıyorum (4)	204	51,0					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	53	13,3					
Toplam	400	100					

Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder önermesi önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 denegin 5'i (%1,35) kesinlikle katılmıyorum, 59'u (%14,8) katılmıyorum, 79'u (%19,8) kararsızım, 204'ü (%51) katılıyorum, 53'ü (%13,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu bir yatırım aracının eninde sonunda belirli bir zamanın sonunda izlediği trendi tekrar edeceğini düşünmektedir. Bu önerme için katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %64,3'ünü oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.21.'de yatırım aracı tercihlerinin bulunabilirlik kısayolu içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir.

Tablo 3.21.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Bulunabilirlik Kısayoluna Göre Değerlendirilmesi

		Repo	Altın	Yatırım Fonu	Hisse senedi	Döviz	Tahvil Bono	Mevduat
Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır	μ	3,87	3,68	3,64	3,74	3,63	3,64	3,54
	P	(0,076)	(0,415)	(0,874)	(0,138)	(0,401)	(0,982)	(0,021)
Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder	μ	3,51	3,67	3,62	3,52	3,63	3,61	3,55
	P	(0,935)	(0,484)	(0,816)	(0,811)	(0,623)	(0,879)	(0,259)
Yatırım aracı kullananların bulunabilirlik kısayolu ortalaması	μ	3,69	3,675	3,63	3,63	3,63	3,625	3,545

μ : Ortalama değer P: Ki Kare

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,69 ortalama değer ile en yüksek derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Repoya yatırım yapan denekler, "Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır" önermesine 3,87 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Repo yatırım aracını kullanan deneklerin "Bir yatırım

aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,51’dir.

Altın yatırım aracını kullanan denekler 3,675 ortalama değer ile en yüksek ikinci derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Altına yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,68 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Altın yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,67’dir.

Yatırım fonu yatırım aracını kullanan denekler 3,63 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Yatırım fonuna yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,64 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Yatırım fonu yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,62’dir.

Hisse senedi yatırım aracını kullanan denekler 3,63 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Hisse senedine yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,74 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Hisse senedi yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,52’dir.

Döviz yatırım aracını kullanan denekler 3,63 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Döviz yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,63 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Döviz yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,63’dür.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler 3,625 ortalama değer ile en yüksek dördüncü derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına

sahiptirler. Tahvil/bonoya yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,64 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,61’dir.

Mevduat yatırım aracını kullanan denekler 3,545 ortalama değer ile beşinci en yüksek derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler. Mevduata yatırım yapan denekler, “Portföyümde geçmişte bana çok kazandırmış fakat şimdi zarar ettiren bir araç gelecekte tekrar kazandıracaktır” önermesine 3,54 ortalama değer ile cevap vermişlerdir; ayrıca mevduat yatırımı ile bu önerme arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde ters yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R: -0,086) Mevduat yatırım aracını kullanan deneklerin “Bir yatırım aracı belli süre kar/zarar ederse bir süre sonra bu karı/zararı tekrar eder” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,55’dir.

3.2.1.3.4. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önergeler

Pişmanlık doğru karar verilmemesinden dolayı maruz kalınan duygu olarak tanımlanmaktadır. Pişmanlık insanların verdikleri kararları etkileyebilmektedir. Pişmanlık korkusu veya pişmanlıktan kaçınma yanlılığı, insanların hatalı olarak davrandığı duygusal reaksiyonlar üzerinde durmaktadır. İnsanların geniş bir perspektiften bakmadan, en küçük hatalarında dahi pişmanlık hissetmesi genel eğilimlerinden bir tanesi olmaktadır. Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirerek, kazananları çok çabuk elden çıkarması pişmanlıktan kaçınma yanlılığına bir örnektir.

Pişmanlıktan kaçınma yanlılığı hem mevcut zarardan dolayı eldeki yatırımdan vazgeçmeyip bu zararı realize etmeme yoluyla hem alternatif bir yatırımı tercih etmeyip buradan sağlanabilecek getiriden faydalanamama, hem de kazanç sağlayan bir yatırım aracından ilerleyen zamanda daha fazla kazanç sağlanabileceğine olan inanç ile elden çıkarmama şeklinde ortaya çıkabilir. Her üç durumda da yatırımcı aldığı kararın kendisini pişmanlık yaşamaktan koruyucu bir etkisi olduğuna inanır ve aksi gerçekleşene kadar bu kararları doğrultusunda yatırımlarına yön vermeye devam eder.

Bu bölümde deneklere pişmanlıktan kaçınma yanlılığını ölçmek için sırasıyla şu önermeler yöneltilmiştir:

a) Yatırım aracımın zarar ediyorsa zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım.

b) Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım.

c) Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım.

Deneklerin bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları değerlendirilerek seçtikleri yatırım aracına göre deneklerdeki pişmanlıktan kaçınma yanlılığı ölçülmüştür.

Yatırım Aracımın Zarar Ediyorsa Zararımı Karşılayana Kadar Bekleyip Daha Sonra Satarım Önermesi: Bu önerme ile deneklerin ellerinde buldukları bir yatırım aracından zarar ettikleri durumda pişmanlıktan kaçınma duygusunu yenmek için yatırım araçlarını en azından zararlarını çıkarana kadar ellerinde tutup tutmamak arasındaki seçime olan eğilimleri ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.22.'de verilmiştir.

Tablo 3.22.: Yatırım Aracımın Zarar Ediyorsa Zararımı Karşılayana Kadar Bekleyip Daha Sonra Satarım Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	4	1	3,83	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	28	7					
Kararsızım (3)	86	21,5					
Katılıyorum (4)	198	49,5					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	84	21					
Toplam	400	100					

Yatırım aracımın zarar ediyorsa zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 4'ü (%1) kesinlikle katılmıyorum, 28'i (%7) katılmıyorum, 86'sı (%21,5) kararsızım, 198'i (%49,5) katılıyorum, 84'ü (%21) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu yatırım araçlarından zarar ettikleri durumda bu zararı karşılamadan yatırım araçlarını ellerinden çıkartmayacaklarını belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm

katılımcıların %70,5'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Yatırım Aracının Değeri Maliyet Fiyatına Göre Yükseldiğinde Aracımı Hemen Satarım Önermesi : Bu önerme ile yatırımcının mevcut yatırım aracından elde etmeye başladığı kar sonucunda bu karı realize etmeye yönelik olan eğilimi ölçülmeye çalışılmaktadır. Burada ölçülmek istenen diğer bir husus yatırımcının kara geçtiği noktadan sonra hemen satışa geçeceği mi yoksa daha fazla kar elde etmeyi amaçlayarak beklemeye devam edeceğinin tespit edilmesidir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.23'de verilmiştir.

Tablo 3.23: Yatırım Aracının Değeri Maliyet Fiyatına Göre Yükseldiğinde Aracımı Hemen Satarım Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	0	0	3,68	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	56	14					
Kararsızım (3)	81	20,2					
Katılıyorum (4)	198	49,5					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	65	16,3					
Toplam	400	100					

Yatırım aracının değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 56'sı (%14) katılmıyorum, 81'si (%20,2) kararsızım, 198'i (%49,5) katılıyorum, 65'i (%21) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Katılımcılardan hiçbiri kesinlikle katılmıyorum seçeneğini işaretlememiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu yatırım araçlarından kar ettiklerini anladıkları durumda yatırım araçlarını hemen ellerinden çıkartacaklarını belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %65,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Nakit İhtiyacında Aynı Maliyete Sahip %15 Kaybettiren A Yatırımı Yerine %15 Kazandıran B Yatırımını Satarım Önermesi: Bu önerme ile deneklerin kendilerine ilk yatırım maliyetleri aynı olan iki yatırım aracından birinin %15 zarar değerinin %15 kar ettiği bir anda duyulan nakit ihtiyacı için hangisinden vazgeçileceğinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Bu noktada bulunacak sonuç ile

yatırımcıların bir yatırım aracından vazgeçmeleri sonucu ortaya çıkacak pişmanlık duygusunun karlı yatırım aracı için mi yoksa zarar ettiren yatırım aracı için mi daha kuvvetli olduğunu ortaya koyacaktır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.24’de verilmiştir.

Tablo 3.24: Nakit İhtiyacında Aynı Maliyete Sahip %15 Kaybettiren A Yatırımı Yerine %15 Kazandıran B Yatırımını Satarım Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	0	0	3,82	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	48	12,0					
Kararsızım (3)	64	16,0					
Katılıyorum (4)	199	49,8					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	89	22,3					
Toplam	400	100					

Nakit ihtiyacında aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımını satarım önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 48’i (%12) katılmıyorum, 64’ü (%16) kararsızım, 199’u (%49,8) katılıyorum, 89’u (%22,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu nakit ihtiyaçları durumunda aynı maliyet değerine sahip iki yatırımlarından kar edeni satma yanlısı olduklarını belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %71,8’ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.25.’de yatırım aracı tercihlerinin pişmanlıktan kaçınma yanlılığı içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir.

Tablo 3.25.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi

		Tahvil Bono (P Chi-Square)	Repo (P Chi-Square)	Mevduat (P Chi-Square)	Yatırım Fonu (P Chi-Square)	Döviz (P Chi-Square)	Altın (P Chi-Square)	Hisse senedi (P Chi-Square)
Yatırım aracımın zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım	μ	3,82	3,87	3,81	3,87	3,81	3,78	3,74
	P	(0,962)	(0,198)	(0,062)	(0,889)	(0,112)	(0,127)	(0,703)
Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım	μ	3,89	3,73	3,72	3,62	3,65	3,69	3,68
	P	(0,162)	(0,584)	(0,140)	(0,600)	(0,158)	(0,186)	(0,871)
Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımını yerine %15 kazandıran B yatırımını satarım	μ	3,91	3,86	3,82	3,85	3,84	3,71	3,74
	P	(0,672)	(0,238)	(0,246)	(0,448)	(0,631)	(0,043)	(0,286)
Yatırım aracı kullananların pişmanlıktan kaçınma yanlılığı ortalaması	μ	3,87	3,82	3,79	3,78	3,77	3,73	3,72

μ : Ortalama değer P: Ki Kare

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler 3,87 ortalama değer ile en yüksek derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Tahvil/bonoya yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımın zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,82 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,89 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımını yerine %15 kazandıran B yatırımını satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,91’dir.

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,82 ortalama değer ile en yüksek ikinci derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Repo yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımın zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,87 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Repo yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,73 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımını yerine %15 kazandıran B yatırımını satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,86’dir.

Mevduat yatırım aracını kullanan denekler 3,79 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Mevduata yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımın zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar

bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,81 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Mevduat yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,72 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,82’dir.

Yatırım fonu yatırım aracını kullanan denekler 3,78 ortalama değer ile en yüksek dördüncü derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Yatırım fonuna yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımdan zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,87 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Yatırım fonu yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,62 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,85’dir.

Döviz yatırım aracını kullanan denekler 3,77 ortalama değer ile en yüksek beşinci derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Döviz yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımdan zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,81 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Döviz yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,65 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,84’dür.

Altın yatırım aracını kullanan denekler 3,73 ortalama değer ile en yüksek altıncı derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Altına yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımdan zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,78 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Altın yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,69 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,71’dir.

Hisse senedi yatırım aracını kullanan denekler 3,72 ortalama değer ile en yüksek yedinci derecede ve son sırada pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler. Hisse senedine yatırım yapan denekler, “Yatırım aracımdan zarar ediyorsam zararımı karşılayana kadar bekleyip daha sonra satarım” önermesine 3,74 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Hisse senedi yatırım aracını kullanan deneklerin “Yatırım aracımın değeri maliyet fiyatına göre yükseldiğinde aracımı hemen satarım” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,68 ve “Nakit ihtiyacımda aynı maliyete sahip %15 kaybettiren A yatırımı yerine %15 kazandıran B yatırımı satarım” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,74’dr.

3.2.1.3.5. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermeler

İnsanlar yatırım kararlarında bildik, tanıdık veya hakkında diğerine göre daha fazla bilgiye sahip oldukları yatırım aracını tercih etme eğilimindedirler. Bu kavram belirsizlikten kaçınma yanlılığı olarak adlandırılır. Bu yanlılık, diğer bir seçeneğe göre daha fazla ama yeterli olmayan derecede bilgiye sahip olunanı tercih etme, yaşanılan veya doğulan bölge ile bağlantısı olan yatırım aracına yönelme gibi yatırımcı davranışlarında ortaya çıkmaktadır.

Aşına olan yatırım yapma eğilimi, bu hisseler daha fazla yatırım yapmaya gidilerek, düşük çeşitlendirmeye yol açmaktadır. Aşınalık algılanan riski gerçek riske göre daha düşük göstermekte ve sonucunda da yatırımcı yeterince çeşitlendirmeye gitmemektedir. Araştırmalar sadece bireysel yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların da büyük ölçüde bilgi kaynaklarına ve analiz araçlarına sahip olmalarına rağmen, yerel firmalara yatırım yapma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Özellikle de riskli olarak kabul edilen küçük yerel şirketlerin hisselerine çok fazla yatırım yapılmasına neden olmaktadır.

Bu bölümde deneklere belirsizlikten kaçınma yanlılığını ölçmek için sırasıyla şu önermeler yneltiştir:

- a) Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim.
- b) Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim.

c) Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıyorum.

Deneklerin bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları değerlendirilerek seçtikleri yatırım aracına göre deneklerdeki belirsizlikten kaçınma yanlılığı ölçülmüştür.

Güvenli Fakat Getirisi Düşük Yatırım Araçlarını Güvensiz ve Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim Önermesi: Bu önerme ile anket katılımcılarının getirisi düşük ama kesin olan yatırım araçları ile yüksek fakat değişken getirili yatırım araçları arasındaki tercih derecelerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.26’da verilmiştir.

Tablo 3.26: Güvenli Fakat Getirisi Düşük Yatırım Araçlarını Güvensiz ve Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	11	2,8	3,71	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	72	18,0					
Kararsızım (3)	37	9,3					
Katılıyorum (4)	182	45,5					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	98	24,5					
Toplam	400	100					

Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 denekğin 11’i (%2,8) kesinlikle katılmıyorum, 72’si (%18) katılmıyorum, 37’si (%9,3) kararsızım, 182’si (%45,5) katılıyorum, 98’i (%24,5) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu güvenli ve düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz fakat yüksek getirili yatırım araçlarına tercih edeceklerini belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %70’ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Yabancı Yatırım Araçları Çok Karlı Olsa Bile Yerli Yatırım Araçlarını Tercih Ederim Önermesi: Anket çalışmasında yer alan bu önerme ile katılımcıların yatırım araçlarına, bu araçların sağlayıcıları açısından yerli veya yabancı kökenli

olması ayırımına göre bakış açıları ve bu araçları kullanma eğilimlerinin ölçülmesi hedeflenmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.27’de verilmiştir.

Tablo 3.27: Yabancı Yatırım Araçları Çok Karlı Olsa Bile Yerli Yatırım Araçlarını Tercih Ederim Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	12	3,0	3,68	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	66	16,5					
Kararsızım (3)	47	11,8					
Katılıyorum (4)	189	47,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	86	21,5					
Toplam	400	100					

Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 12’si (%3) kesinlikle katılmıyorum, 66’sı (%16,5) katılmıyorum, 47’si (%11,8) kararsızım, 189’u (%47,3) katılıyorum, 86’sı (%21,5) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu yabancı yatırım araçları çok karlı olsa da tasarruflarını yerli yatırım araçlarında değerlendireceklerini belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %68,8’ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Küçük Bankalar Yüksek Faiz Verse Bile Tasarruflarımı Büyük Bankalara Yatırım Önermesi : Bu önerme ile deneklerin piyasada bulunan bankalardan vadeli mevduata diğer büyük bankalara göre daha yüksek faiz oranları veren küçük bankalar ile daha az faiz geliri sağlayan büyük bankalar arasındaki tercihlerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.28.’de verilmiştir.

Tablo 3.28.: Küçük Bankalar Yüksek Faiz Verse Bile Tasarruflarımı Büyük Bankalara Yatırım Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	23	5,8	3,61	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	65	16,2					
Kararsızım (3)	33	8,2					
Katılıyorum (4)	205	51,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	74	18,5					
Toplam	400	100					

Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 denekğin 23'ü (%5,8) kesinlikle katılmıyorum, 65'i (%16,2) katılmıyorum, 33'ü (%8,2) kararsızım, 205'i (%51,3) katılıyorum, 74'ü (%18,5) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların büyük çoğunluğu büyük bankaları düşük faiz oranları verse bile küçük bankalara tercih edeceklerini belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %69,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.29.'da yatırım aracı tercihlerinin belirsizlikten kaçınma yanlılığı içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir.

Tablo 3.29.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığına Göre Değerlendirilmesi

		Altın	Tahvil Bono	Mevduat	Yatırım Fonu	Döviz	Hisse senedi	Repo
Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim	μ	3,85	3,75	3,79	3,46	3,79	3,53	3,47
	P	(0,010)	(0,668)	(0,216)	(0,001)	(0,206)	(0,367)	(0,332)
Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim	μ	3,71	3,73	3,66	3,76	3,69	3,53	3,60
	P	(0,672)	(0,227)	(0,768)	(0,625)	(0,067)	(0,392)	(0,803)
Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma	μ	3,68	3,64	3,59	3,59	3,26	3,65	3,20
	P	(0,147)	(0,458)	(0,796)	(0,035)	(0,043)	(0,854)	(0,012)
Yatırım aracı kullananların belirsizlikten kaçınma yanlılığı ortalaması	μ	3,75	3,71	3,68	3,60	3,58	3,57	3,42

μ : Ortalama değer P: Ki Kar

Altın yatırım aracını kullanan denekler 3,75 ortalama değer ile en yüksek derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Altına yatırım yapan denekler, "Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim" önermesine 3,85 ortalama değer ile cevap vermişlerdir; ayrıca bu önerme ile altın yatırım aracı arasında doğru yönlü ilişki vardır (Pearson's R:0,129). Altın yatırım aracını kullanan deneklerin "Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,71 ve "Küçük bankalar yüksek faiz verse bile

tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma" önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,68'dir.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler 3,71 ortalama değer ile en yüksek ikinci derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Tahvil/bonoya yatırım yapan denekler, "Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim" önermesine 3,75 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin "Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,73 ve "Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma" önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,64'dür.

Mevduat yatırım aracını kullanan denekler 3,68 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Mevduata yatırım yapan denekler, "Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim" önermesine 3,79 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Mevduat yatırım aracını kullanan deneklerin "Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,66 ve "Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma" önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,59'dur.

Yatırım fonu yatırım aracını kullanan denekler 3,60 ortalama değer ile en yüksek dördüncü derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Yatırım fonuna yatırım yapan denekler, "Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim" önermesine 3,46 ortalama değer ile cevap vermişlerdir; ayrıca bu önerme ile yatırım fonu yatırım aracı arasında ters yönlü ilişki vardır (Pearson's R:-0,174). Yatırım fonu yatırım aracını kullanan deneklerin "Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim" önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,76 ve "Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıma" önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,59'dur ve bu önerme ile yatırım fonu yatırım aracı arasında ters yönlü ilişki vardır (Pearson's R:-0,028).

Döviz yatırım aracını kullanan denekler 3,58 ortalama değer ile en yüksek beşinci derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Döviz yatırım yapan

denekler, “Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim” önermesine 3,79 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Altın yatırım aracını kullanan deneklerin “Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,69 ve “Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıyorum” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,26’dır; ayrıca bu önerme ile döviz yatırım aracı arasında doğru yönlü ilişki vardır (Pearson’s R:0,067).

Hisse senedi yatırım aracını kullanan denekler 3,57 ortalama değer ile en yüksek altıncı derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Tahvil/bonoya yatırım yapan denekler, “Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim” önermesine 3,53 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin “Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,53 ve “Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıyorum” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,65’dir.

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,42 ortalama değer ile en düşük derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler. Repoya yatırım yapan denekler, “Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim” önermesine 3,47 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Repo yatırım aracını kullanan deneklerin “Yabancı yatırım araçları çok karlı olsa bile yerli yatırım araçlarını tercih ederim” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,60 ve “Küçük bankalar yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yatırıyorum” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,20’dir ve bu önerme ile repo yatırım aracı arasında ters yönlü ilişki vardır (Pearson’s R:-0,129).

3.2.1.3.6. Sosyo Kültürel Faktörler ve Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisi ile İlgili Önermeler

Yatırım kararları alan bireyler de diğer tüm bireyler gibi çeşitli kuralları, adetleri, gelenekleri ve kültürü olan belirli bir topluluk içerisinde yaşamaktadırlar. Birey bu toplum içerisinde yaşarken doğal olarak toplumun diğer sosyal hususlarda olduğu gibi bireyin yatırım kararları üzerinde de etkisi olacak bazı elemanları,

faktörleri bulunmaktadır. Bu grubu oluşturan sosyal faktörlerin içinde bulunan, kişinin ve mensubu olduğu toplumun dini inançları, politik görüşleri ve toplu halde bir yöne yapılan tercihsel yönelimler vb. gibi faktörler doğal bir süreç çerçevesinde toplum içerisinde yaşayan bireyin davranışlarını da etkilemektedir. Bu etkinin kapsamı sadece günlük normal hayatla kalmayıp bireylerin ekonomik hayatlarında alacakları kararların da kişiden kişiye değişen ölçüde etkide çerçevesini de çizmektedir.

Bu bölümde deneklere sosyo kültürel faktörler ve yatırım kararları üzerindeki etkisini ölçmek için sırasıyla şu önermeler yöneltmiştir:

- a) Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır.
- b) Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır.
- c) Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar.
- d) Yakın çevremin yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım.

Deneklerin bu önermelere ne ölçüde katılıp katılmadıkları değerlendirilerek seçtikleri yatırım aracına göre deneklerdeki sosyo kültürel faktörlerden etkilenme dereceleri ölçülmüştür.

Dini İnançların Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi: Bu önerme ile ankete katılan deneklerin yatırım kararlarında dini inançların etkisinin ne ölçüde olduğunun ölçülmesi amaçlanmıştır. Bilindiği üzere din sadece kişilerin sadece ibadetlerini düzenleyen bir inanç sistemi değildir; aynı zamanda dini benimsemiş kişilerin sosyal yaşantılarında da belirli kuralları olan ve bu kurallar çerçevesinde kişi davranışlarını etkileyen bir kurallar bütünüdür. Bu bağlamda yatırım kararı alan kişilerin inandıkları dinden etkilenmeleri söz konusu olabilmektedir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.30.'da verilmiştir.

Tablo 3.30.: Dini İnançların Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	65	16,3	2,98	4	3	1	5
Katılmıyorum (2)	114	28,5					
Kararsızım (3)	41	10,2					
Katılıyorum (4)	124	31,0					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	56	14,0					
Toplam	400	100					

Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 65'i (%16,3) kesinlikle katılmıyorum, 114'ü (%28,5) katılmıyorum, 41'i (%10,2) kararsızım, 124'ü (%31) katılıyorum, 56'sı (%14) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların %44,8'i dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi olmadığını düşünürken, %45'i dini inançların yatırım kararlarında önemli etkisi olduğunu belirtmiştir. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Politik Görüşlerin Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi: Bu önerme ile ankete katılan deneklerde politik görüşlerinin yatırım kararlarının üzerindeki etkisinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.31.'de verilmiştir.

Tablo 3.31.: Politik Görüşlerin Yatırım Kararları Üzerinde Önemli Ölçüde Etkisi Vardır Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	37	9,2	3,05	4	3	1	5
Katılmıyorum (2)	118	29,5					
Kararsızım (3)	63	15,7					
Katılıyorum (4)	153	38,3					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	29	7,3					
Toplam	400	100					

Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 37'si (%9,2) kesinlikle katılmıyorum, 118'i (%29,5) katılmıyorum, 63'ü (%15,8) kararsızım, 153'ü (%38,3) katılıyorum, 29'u (%7,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların çoğunluğu politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde

önemli ölçüde etkisi olduğunu belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %45,6'sını oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Yatırımcıların Çoğunluğunu Tercih Ettiği Yatırım Aracı Her Zaman En Yüksek Getiriyi Sağlar Önermesi: Bu önerme ile ankete katılan yatırımcıların sürü davranışından etkilenip etkilenmediklerinin ölçülmesi hedeflenmiştir. Genel olarak bireysel yatırımcılar hem teknik bilgi hem de olanaklar açısından çok fazla analiz yapıp yatırım yapma imkanında ve alışkanlığında değildir. Bu nedenlerden ötürü piyasa genelinde olan yönelim bireysel yatırımcıyı bu yöne doğru tasarruflarını kaydırmaya özendirilmektedir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.32'de verilmiştir.

Tablo 3.32.: Yatırımcıların Çoğunluğunun Tercih Ettiği Yatırım Aracı Her Zaman En Yüksek Getiriyi Sağlar Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	0	0	3,51	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	82	20,5					
Kararsızım (3)	83	20,8					
Katılıyorum (4)	186	46,5					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	49	12,3					
Toplam	400	100					

Yatırımcıların çoğunluğunun tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 82'si (%20,5) katılmıyorum, 83'ü (%20,8) kararsızım, 186'sı (%46,5) katılıyorum, 49'u (%12,3) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların çoğunluğu yatırımcıların büyük kısmının rağbet ettiği yatırım araçlarının her zaman en yüksek getiriyi sağlayacağını belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %58,8'ini oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Yakın Çevremın Yatırım Kararlarını Dikkatle İzlerim ve Benzer Şekillerde Yatırım Pozisyonu Alırım Önermesi : Bu önerme ile kişilerin toplum genelinden daha özalde kendi yakın sosyal çevresinin aldığı yatırım kararlarından etkilenme derecesinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Kişi yatırım kararlarında toplumun genel hareket trendinden çok fazla etkilenmese bile daha çok ilişkide bulunduğu ve fikirlerine önem verdiği yakın çevresinin yatırım tercihlerini daha dikkatli bir şekilde gözlemleyip bu tercihlerin etkisinde kendisine bir portföy modeli çıkarabilir. Çalışmada elde edilen sonuçlar Tablo 3.33’da verilmiştir.

Tablo 3.33.: Yakın Çevremın Yatırım Kararlarını Dikkatle İzlerim ve Benzer Şekillerde Yatırım Pozisyonu Alırım Önermesi

	Frekans	Yüzde	Ortalama	Mod	Medyan	Minimum değer	Maksimum değer
Kesinlikle Katılmıyorum(1)	2	,5	3,56	4	4	1	5
Katılmıyorum (2)	63	15,8					
Kararsızım (3)	85	21,3					
Katılıyorum (4)	211	52,8					
Kesinlikle Katılıyorum (5)	39	9,8					
Toplam	400	100					

Yakın çevremın yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım önermesi için değerlendirilmeye alınan 400 deneğin 2’si (%0,5) kesinlikle katılmıyorum, 63’ü (%15,8) katılmıyorum, 85’i (%21,3) kararsızım, 211’i (%52,8) katılıyorum, 39’u (%9,8) kesinlikle katılıyorum ifadesini tercih etmiştir. Anket çalışmasına katılanların çoğunluğu yakın çevrelerinin yatırım kararlarının kendi yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi olduğunu belirtmiştir. Bu önermeye katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum cevaplarını verenler tüm katılımcıların %62,6’sını oluşturmaktadır. 1 ile 5 arasında yer alan seçeneklerden en çok 4 numaralı yani katılıyorum ifadesi seçilmiştir.

Tablo 3.34.’de yatırım aracı tercihlerinin sosyo kültürel faktörler içeren önermeler ile olan ilişkisi analiz edilecektir.

Tablo 3.34.: Yatırım Aracı Tercihlerinin Sosyo Kültürel Faktörlere Göre Değerlendirilmesi

		Tahvil Bono	Altın	Döviz	Mevduat	Yatırım Fonu	Hisse senedi	Repo
Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır	μ	3,18	3,09	3,03	3,05	2,93	2,94	2,64
	P	0,598	0,017	0,536	0,548	0,668	0,944	0,041
Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır	μ	3,34	3,01	3,11	3,03	3,37	3,19	3,02
	P	0,074	0,266	0,043	0,733	0,001	0,053	0,983
Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar	μ	3,48	3,51	3,48	3,50	3,40	3,35	3,60
	P	0,102	0,924	0,520	0,190	0,406	0,499	0,623
Yakın çevremin yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım	μ	3,59	3,58	3,54	3,57	3,45	3,61	3,51
	P	0,910	0,393	0,756	0,890	0,204	0,560	0,780
Yatırımların sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalaması	μ	3,40	3,30	3,29	3,28	3,28	3,27	3,19

μ: Ortalama değer P: Ki Kare

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler 3,40 ortalama değer ile en yüksek derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Tahvil/bonoya yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 3,18 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Tahvil/bono yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,34 , “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,48’dir ve “Yakın çevremin yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,59 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Altın yatırım aracını kullanan denekler 3,30 ortalama değer ile en yüksek ikinci derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Altına yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 3,09 ortalama değer ile cevap vermişlerdir ve ayrıca bu önerme ile altın yatırım aracı arasında doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R:0,103). Altın yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,01 , “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en

yüksek getiriye sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,51’dir ve “Yakın çevremde yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,58 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Döviz yatırım aracını kullanan denekler 3,29 ortalama değer ile en yüksek üçüncü derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Döviz yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 3,03 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Döviz yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,11’dir ve ayrıca bu önerme ile döviz yatırım aracı arasında doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R:0,078). “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriye sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,48’dir ve “Yakın çevremde yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,54 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Mevduat yatırım aracını kullanan denekler 3,28 ortalama değer ile en yüksek dördüncü derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Mevduata yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 3,05 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Mevduat yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,03 , “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriye sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,50’dir ve “Yakın çevremde yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,57 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Yatırım fonu yatırım aracını kullanan denekler 3,28 ortalama değer ile en yüksek beşinci derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Yatırım fonuna yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 2,93 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Yatırım fonu yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,37’dir ve ayrıca bu önerme ile yatırım fonu yatırım aracı arasında doğru yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R:0,182). “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih

ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,40’dır ve “Yakın çevremın yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,45 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Hisse senedi yatırım aracını kullanan denekler 3,27 ortalama değer ile en yüksek altıncı derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Hisse senedine yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 2,94 ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Hisse senedi yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,19 , “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,35’dir ve “Yakın çevremın yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,61 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

Repo yatırım aracını kullanan denekler 3,19 ortalama değer ile en düşük ikinci derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler. Repoya yatırım yapan denekler, “Dini inançların yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine 2,64 ortalama değer ile cevap vermişlerdir ve ayrıca bu önerme ile repo yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişki vardır (Pearson’s R:-0,084). Repo yatırım aracını kullanan deneklerin “Politik görüşlerin yatırım kararları üzerinde önemli ölçüde etkisi vardır” önermesine verdiği ortalama cevap değeri 3,02 , “Yatırımcıların çoğunluğunu tercih ettiği yatırım aracı her zaman en yüksek getiriyi sağlar” önermesine verdikleri cevap ortalaması ise 3,60’dır ve “Yakın çevremın yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım” önermesine 3,51 ortalama değer ile cevap vermişlerdir.

SONUÇ

Yatırım analizinde kullanılan firma değeri analizi, temel analiz, teknik analiz, rasyonel beklentiler teorisi, etkin piyasalar hipotezi ve modern portföy teorisi gibi mevcut geleneksel ve modern yöntemler piyasalarda oluşan anormal durumları açıklamada bir noktadan sonra yetersiz kalmaktadırlar. Bu durumun temel sebebi mevcut yöntemlerde piyasadaki yatırımcıların tamamen rasyonel olduklarının varsayılması ve yöntemlerin bu varsayım temel alınarak oluşturulmuş olmasıdır. Burada bahsedilen geleneksel yöntemlerden teknik analiz diğer geleneksel yöntemlere nazaran davranışsal finans disiplinine daha yakın bir çizgidedir. Bu durumun sebebi teknik analizin, piyasalardaki fiyat trendinin oluşmasında yatırımcının ekonomik, parasal, politik ve psikolojik etkiler altında değişen yatırım kararlarını da değerlendirme yaparken dikkate almasıdır. Bu yöntemler yatırımcının sosyolojik ve psikolojik yönlerini ihmal etmektedirler. Örneğin rasyonel bir yatırımcı daha fazla kar getiren yatırımı tercih etmelidir. Ancak bazen yatırımcılar bu önceliği gözardı edebilmektedirler. Bu ise normal olmayan bir davranış biçimidir. Davranışsal finans mevcut modeller tarafından açıklanamayan bu anomali adı verilen anormal durumları açıklamak amacıyla oluşturulmuş bir alt disiplindir. Bu bağlamda davranışsal finans psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinin ortak kullanımı ile oluşturulmuş, finansal piyasalarda insan davranışlarını açıklamaya çalışan bir alt disiplin olarak tanımlanabilir.

Davranışsal finansın ekonomi tarafındaki temeli Adam Smith'in 1759'da yazdığı, çok az bilinen ve sonraki çalışmalarına ahlaksal, felsefi, psikolojik ve metodolojik katkıları olan Ahlaki Düşünce Kuramı adlı kitabına dayanır. Davranışsal finansın psikoloji biliminden aldığı desteğin temelleri ise 1913'de John D. Watson tarafından ortaya atılan ve daha sonra B.F. Skinner tarafından geliştirilen psikolojideki davranışçılık yaklaşımına dayandırılabilir. 1960'larda biliş psikolojisinin insan beynini bilgileri işleyen bir araç olarak değerlemeye başlamasıyla bu alanda çalışan bilim adamları belirsizlik ve risk altında ekonomik modellerdeki rasyonel seçimler üzerinde çalışmaya başlamışlardır. Bu bilim adamlarından Tversky ve Kahneman'ın 1979'da yazdıkları bir makale (Prospect Theory: decision making under risk) ile oluşturdukları beklenti teorisi vasıtasıyla davranışsal finans kavramı somut bir şekilde bugünkü anlamda finans literatürüne girmiştir. Kahneman ve

Tversky'nin bulguları doğrultusunda Thaler davranışsal finans parametrelerini kullanarak finansal bir model oluşturmuştur. Bu bağlamda davranışsal finansın piyasalarda görülen anomalileri açıklamak amacıyla kullanılan temelleri optimum karar almayı engelleyen kısıyollar ve bilişsel yanlılıklar (önyargılar) olmak üzere iki ana başlık altında toplanabilir. Optimum karar almayı engelleyen kısıyollar, bulunabilirlik kısıyolu, temsiliyet kısıyolu, düzenleme ve referans kısıyolu olmak üzere üçe ayrılırken, bilişsel yanlılıklar (önyargılar) aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, belirsizlikten kaçınma, temayüle uyma ve yanlış ilişkilendirme yanlılığı olmak üzere altıya ayrılabilir.

Mevcudiyet (bulunabilirlik) kısıyolu; kişinin bir olayın ortaya çıkma ihtimalini veya önemini hatırlanabilme kolaylığına göre değerlendirmesidir.

Temsiliyet kısıyolu; yatırımcıların karar aşamalarında en son, en fazla dikkat çeken ve en olağandışı verilere normalden daha fazla önem vererek, bu verilerin bütünü temsil ettiğine yönelik olan eğilimdir.

Düzenleme ve referans kısıyolu; herhangi bir belirsizlik durumunda veya risk içeren karar alınması gerektiğinde insanlar genellikle açık yada akla gelmesi kolay olan rakamları referans noktası yapmakta ve bu referans noktasına göre kararlarını düzenlemektedirler.

Aşırı güven yanlılığı; insanların sahip olduğu bilgilere gerçekte olduğundan daha fazla değer vererek bu bilgilere yüksek güven duymaları ve önem vermeleri veya inançlarını bu yönde pekiştirme eğiliminde olma durumudur.

Aşırı iyimserlik yanlılığı; olayların önceden tahmin edilebileceğine inanç eğilimi ve iyi sonuçların kendimize, kötü sonuçların ise şansa veya kendimiz dışındaki faktörlere bağlı olduğunu iddia etme eğilimleri sonucu oluşan ve yatırımcıları bu yönde etkileyen yanlılıktır.

Pişmanlıkta kaçınma yanlılığı; insanların yatırım kararlarında doğru olanı tercih etmemesinden dolayı oluşacak pişmanlık duygusundan korunma amacıyla portföylerinde ve bulunan zarar ettikleri yatırımları ellerinden çıkarmamaları veya mevcut yatırımlarından kara geçtikleri anda bu kardan yoksun kalmamak için hızlı bir şekilde ellerinden çıkarmaları şeklindeki davranışlardır.

Belirsizlikten kaçınma yanlılığı; aşına olunana yatırım yapma eğilimidir. Yatırımcıların portföy çeşitlendirmesini azaltıcı etkisi olan, etnik, sosyal veya bölgesel bağlantılar vasıtasıyla yatırım aracı ile kurulan bağ neticesinde finansal olarak anlam ifade etmese bile yatırımcıyı bağ kurduğu tercihe yönelten yanlılıktır.

Temayüle uyma (sürü psikolojisi) yanlılığı; belirli bir yatırımcı grubunun aynı zamanda aynı yatırım aracına yönelmeleri sonucu bunu gözlemleyen piyasadaki diğer yatırımcılarında yatırım kararlarını sadece diğerlerinin yönelimlerini değerlendirerek almasıdır.

Yanlış ilişkilendirme yanlılığı; insanların yatırım kararlarında birbirinden bağımsız iki değişkeni ilişkilendirerek, buradan çıkardıkları sonuca göre yatırımlarını yönlendirme yanlılığıdır.

Yatırım araçlarının davranışsal finans açısından değerlendirilmesi üzerine anket yöntemi kullanılarak bir alan çalışması yapılmıştır. Çalışmanın amacı, bireysel yatırımcıların finansal yatırım aracı tercihleri ile yatırımcının finansal profili ve bu finansal profilin oluşmasında etkisi olan bilişsel ve duygusal kısayollardan oluşan yatırımcının davranışsal profili arasındaki ilişkiyi davranışsal finans açısından değerlendirmektir. Değerlendirilmeye alınan yatırım araçları banka mevduatı, döviz, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil/bono, repo ve altındır. Bu amaçla. Anket %95 güven aralığı ve %5 örneklem hatası esasına göre tesadüfi örnekleme metodu ile 400 denek ile gerçekleştirilmiştir. Çalışmada elde edilen veriler SPSS 14.0 İstatistik Paket Programı vasıtasıyla ki-kare testi, çapraz tablolar kullanılarak analiz edilmiştir.

Yapılan anket çalışması sonucunda şu veriler ortaya çıkmıştır:

Katılımcıların %69,3'ü erkek, %30,7'si kadındır. Bu veriler ışığında genel popülasyon dahilinde erkek nüfusun kadınlara göre yatırım araçlarına daha fazla ilgi duyduğu ve yatırım aracı kullandığı sonucu ortaya çıkmaktadır. 400 deneğin %73,5'i evli, %26,5'i ise bekarıdır. Evliler bekarlara göre daha fazla yatırım aracı kullanmaktadır. Bu durum anket çalışmasına katılanların %94,2'sinin 25 yaş üzeri olmasından kaynaklanmaktadır. Katılımcıların ağırlıklı olarak yığıldığı gelir aralığı %38,8 ile 1001-2000 YTL'dir. Bu gelir aralığı günümüz ekonomik şartlarına göre orta düzey gelir aralığı olarak kabul edilebilir ve katılımcı sayısına göre az olan finansal yatırım aracı kullanım oranının bir açıklaması niteliğindedir.

Anket çalışmasına katılan 400 deneğin en çok kullandığı yatırım araçları sırasıyla: Döviz (256 kişi), Altın (205 kişi), Mevduat (176 kişi), Yatırım Fonu (122 kişi), Hisse senedi (62 kişi), Tahvil/bono (56 kişi) ve Repo (45 kişi).

Bu sıralama sonucunda ortaya çıkan husus, ülkemiz yatırımcılarının modern yatırım araçlarına hala fazlasıyla rağbet etmedikleridir çünkü sonuçlara göre en çok tercih edilen iki yatırım aracı döviz ve altındır. Anket çalışmasında ortaya çıkan bu yatırım aracı tercih profili genel anlamda Türk yatırımcısının da yatırım aracı tercihini ortaya koymaktadır. Bu yatırım profilini davranışsal finans kriterlerine göre yorumladığımızda; en çok tercih edilen döviz yatırımının son 2 senedir; kısa sürelerde al-sat yapmayan ve uzun süreli elinde tutan yatırımcıya kardan ziyade zarar getirdiği Merkez Bankası verilerine bakıldığında görülmektedir. 2005 yılı Ekim ayında 1 Dolar:1,35 YTL iken 2007 yılı Ekim ayında 1 Dolar:1,18 YTL'dir. Dolar iki yıllık süreçte %12,6 değer kaybetmiştir ve uzun süreli pozisyon alan yatırımcısına da yakın oranlarda alternatif yatırım maliyeti haricinde bu oranda bir kayıp yaşatmıştır. Fakat bu iki yıllık süreç dahi Türk yatırımcısının zihninde oluşturduğu dövizin kesin ve güvenli getiri sağlayan bir araç olduğu yargısını tam olarak silememiştir. Diğer yandan bu iki yıllık süreçte yatırımcılar döviz ile ilgili güvenli ve karlı bir yatırım aracından vageçmiş olsalar bile ellerindeki dövizini başka yatırımlara kaydırarak zararlarını realize etmekten kaçınmakta veya en azından döviz yatırımlarını aldıkları kurdan geri satana kadar beklemeyi tercih etmektedirler.

Yatırım aracı tercihi ile demografik özellikler arasındaki ilişki incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Kadın yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı altındır. Erkek yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı ise dövizdir.

Evli yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı dövizdir. Bekar yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı dövizdir.

18-45 yaş aralığındaki yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı dövizdir. 45 üzeri yaş grubundaki yatırımcıların ise en çok tercih ettikleri yatırım aracı altındır.

0-3000 YTL gelir aralığındaki yatırımcıların en çok tercih ettiği yatırım aracı dövizdir. 3000 YTL üzeri gelir grubundaki yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı dövizdir.

Mevduat yatırımına olan tercih gelir düzeyi yükseldikçe artmaktadır. Yüksek gelire sahip olanlar mevduat yatırımına yönelmektedirler.

Döviz yatırımı ile cinsiyet arasındaki ilişki; erkeklerde dövize yatırım yapma eğilimi kadınlardan daha yüksektir.

Döviz ile yaş grubu arasındaki ilişki, dövize olan yatırım talebi 45 yaş altı grup içerisinde daha kuvvetlidir.

Hisse senedi yatırımı tercihlerinin cinsiyet ile olan ilişkisi; erkeklerdeki hisse senedine yatırım yapma eğilimi kadınlardan daha yüksektir.

Hisse senedi yatırımı ile gelir düzeyi arasındaki ilişki; gelir düzeyi arttıkça hisse senedine olan yatırım eğilimi de artmaktadır.

Yatırım fonu ile yaş arasındaki ilişki; yatırım fonuna olan yatırım eğilimi yaş azaldıkça artmaktadır.

Tahvil/bono ile cinsiyet arasındaki ilişki; erkeklerde tahvil/bono yatırım aracını kullanma eğilimi kadınlara göre daha yüksektir.

Tahvil/bono ile medeni durum arasındaki ilişki; evlilerde tahvil/bono yatırım aracını kullanma eğilimi bekarlara göre daha yüksektir.

Tahvil/bono ile gelirdüzeyi arasındaki ilişki; 3000 YTL üzeri gelir sahiplerinin tahvil/bono yatırım aracını kullanma eğilimi 3000 YTL altı gelir sahiplerine göre daha yüksektir.

Repo ile cinsiyet arasındaki ilişki; repoya olan yatırım eğilimi erkeklerde kadın yatırımcılara göre daha fazladır.

Repo ile gelirdüzeyi arasındaki ilişki; 3000 YTL üzeri gelir sahiplerinin repo yatırım aracını kullanma eğilimi 3000 YTL altı gelir sahiplerine göre daha yüksektir.

Altın yatırım aracı ile cinsiyet arasındaki ilişki; altına olan yatırım yapma eğilimi kadın yatırımcılarda erkek yatırımcılara göre daha yüksektir.

Altın yatırım aracı ile medeni durum arasındaki ilişki; evlilerde altın yatırım aracını kullanma eğilimi bekarlara göre daha yüksektir.

Altın ile gelirdüzeyi arasındaki ilişki; 3000 YTL altı gelir sahiplerinin altın yatırım aracını kullanma eğilimi 3000 YTL üzeri gelir sahiplerine göre daha yüksektir.

En karlı yatırım aracı tahvil/bono (μ :4,11), ikinci karlı mevduat (μ :4,07), üçüncü karlı repo (μ :4,00), dördüncü karlı yatırım fonu (μ :3,87), beşinci karlı altın (μ :3,59), altıncı karlı hisse senedi (μ : 3,55) ve en az kar getiren yatırım aracı döviz (μ :2,64). Karlılık açısından yatırımcısını son dönemde memnun etmeyen döviz ve altın araçları aynı zamanda en çok kullanılan yatırım araçlarıdır.

Finansal yatırım tercihlerinin kar/zarar durumu ile demografik özelliklerin karşılaştırıldığı analiz sonucunda elde edilen veriler şöyledir.

Dövizde yatırım yapanlar ile cinsiyet arasındaki kar/zarar ilişkisi; erkek yatırımcılar kadın yatırımcılara göre dövizden daha fazla kar sağlamışlardır.

Dövizde yatırım yapanlar ile yaş düzeyi arasındaki kar/zarar ilişkisi; 18-45 yaş aralığındakiler döviz yatırımından 45 yaş üzeri gruptakilere göre daha fazla kar yapmışlardır. Yaş azaldıkça dövizden kar elde etme artmaktadır.

Altın yatırımından elde edilen kar/zarar ile cinsiyet arasındaki ilişki; kadın yatırımcıların altın yatırım aracından kar elde etme durumu erkek yatırımcılara göre daha yüksektir.

Altın yatırımından elde edilen kar/zarar ile medeni durum arasındaki ilişki; evli yatırımcıların altın yatırım aracından kar elde etme durumu bekar yatırımcılara göre daha yüksektir. Medeni durum evliden bekara yaklaştıkça altın yatırımından kar elde etme düşmektedir.

Altın yatırımından elde edilen kar/zarar ile yaş arasındaki ilişki; 45 yaş üzeri gruptaki yatırımcıların altın yatırım aracından kar elde etme durumu 45 yaş altı yatırımcılara göre daha yüksektir.

Altın yatırımından elde edilen kar/zarar ile yaş arasındaki ilişki; 45 yaş üzeri gruptaki yatırımcıların altın yatırım aracından kar elde etme durumu 45 yaş altı yatırımcılara göre daha yüksektir.

Altın yatırımdan elde edilen kar/zarar ile aylık gelir arasındaki ilişki; 3000 YTL üzeri gruptaki yatırımcıların altın yatırım aracından kar elde etme durumu 3000 YTL altı yatırımcılara göre daha yüksektir.

Yatırım fonu yatırımdan elde edilen kar/zarar ile yaş arasındaki ilişki; 45 yaş üzeri gruptaki yatırımcıların yatırım fonu yatırım aracından kar elde etme durumu 45 yaş altı yatırımcılara göre daha yüksektir.

Hisse senedi yatırımdan elde edilen kar/zarar ile yaş arasındaki ilişki; 45 yaş üzeri gruptaki yatırımcıların hisse senedi yatırım aracından kar elde etme durumu 45 yaş altı yatırımcılara göre daha yüksektir.

Yatırım araçlarının bilişsel kısayollar ve yanlılıklara göre değerlemesi yapılmıştır ve ortaya çıkan veriler şöyledir.

Repo yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede aşırı güven yanlılığına sahiptirler.

Repo yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede aşırı iyimserlik yanlılığına sahiptirler.

Repo yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede mevcudiyet (bulunabilirlik) kısayolu kullanımına sahiptirler.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahiptirler.

Altın yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede belirsizlikten kaçınma yanlılığına sahiptirler.

Tahvil/bono yatırım aracını kullanan denekler en yüksek derecede sosyo kültürel faktörlerden etkilenme ortalamasına sahiptirler.

Değerlendirilmeye alınan yedi yatırım aracından tahvil/bono aracını kullananlar 3,63 ortalama ile psikolojik önyargı ve kısayollardan en çok etkilenen grupta yer almışlardır. Repo yatırım aracını kullananlar 3,60 ortalama ile ikinci sırada, atın yatırım aracını kullananlar 3,58 ortalama ile üçüncü sırada, hisse senedi kullananlar 3,57 ortalama ile dördüncü sırada, döviz kullananlar 3,56 ortalama ile beşinci sırada, yatırım fonu kullananlar 3,55 ortalama ile altıncı sırada ve mevduat kullananlar ise 3,54 ortalama ile son sırada yer almışlardır.

KAYNAKÇA

AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998

AKMUT, Özdemir, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara, 1989

ATAN, Murat, BOZTOSUN Derviş, KAYACAN Murad, “Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi”, **9. Ulusal Finans Sempozyumu**, 29-30 Eylül 2005

ATKINSON, R.L., Atkinson, R.C., Smith, E.E., Bem, D.J. ve S. Nolenhoeksema, Psikolojiye Giriş, Çeviren Yavuz Alagan, 12th Edition, 1996, USA, s.714

BAILEY, R., E., **Economics of Financial Markets**, Lecture Notes, 2002, Department of Economics, University of Essex, U.K., <http://courses.essex.ac.uk/ec/ec372/ec372exs.pdf> (22.08.2007)

BARAK, Osman, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006

BARBER M. Brad, ODEAN Terrance, “The Courage of Misguided Convictions”, **Financial Analysts Journal**, November/December 1999 <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Courage/FAJ%20NovDec99%20Barber%20and%20Odean.pdf> (18.09.2007)

BARBER, Brad M., ODEAN Terrance ve ZHENG Lu, “The Behavior of Mutual Fund Investors”, **UCLA Working Paper**, 2000, 1-29 <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/MutualFunds/mfund.pdf> (17.08.2007)

BARBERIS, Nicholas, Andrei, Shleifer and Robert, Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, **Journal of Financial Economics**, Vol: 49, 1998, ss: 307-343. www.lsvasset.com/pdf/Investor-Sentiment.pdf (23.09.2007)

BAŞOĞLU Ufuk, A. Ceylan, İ. Parasız, **Finans, Teori, Kurum ve Araçlar**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2001

BAXTER, Marianne, Urban, J. Jermann, “The International Diversification Puzzle is Worse than You Think”, **The American Economic Review**, Vol. 87, No. 1 (Mar., 1997), pp. 170-180 <http://www.nber.org/papers/w5019.v5.pdf> (16.09.2007)

BERNSTEIN, Peter L., **Tanrılara Karşı: Riskin Olağanüstü Tarihi**, Scala Yayıncılık, 2006, Çeviri: Canan Feyyat

BERNSTEIN, William, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, Çeviri: Neşenur Domaniç, Nusret Avhan

- BOLAK, Mehmet, **İşletme Finansı**, Birsen Yayınevi, İstanbul, 1998
- BOLAK, Mehmet, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basımevi, İstanbul, 2001
- BOSTANCI, Faruk, **Davranışçı Finans**, Yeterlilik Etüdü çalışması, SPK Yayınları, Ankara, 2004
- BOZKURT, Ünal, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim yayınları, No:4, 1998
- BÜKER, Semih, Aşıkoglu, Rıza, SEVİL, Güven, **Finansal Yönetim**, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 1997
- CİVAN, Mehmet, **Finansal Hesaplar**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004
- CORNICELLO, Giuseppe, **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, Università Commercial Luigi Bocconi, Milano, Yüksek Lisans Tezi(E.T.), 2003-2004, TUFAN, a.g.e.'den
- DAĞLI, Hüseyin, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2000
- DANIEL, Kent, David Hirshleifer and Siew Hong TEOH, “Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications”, **Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester**, April 2001, s.1 www.nyu.edu/econ/user/bisina/kent_hirshleifer_subrahmanyam.pdf(23.08.2007)
- DOMANIÇ, Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması: TTK Şerhi II**, Eğitim Yayınları, İstanbul, 1998
- DÖM Serpil, **Yatırımcı Psikolojisi “İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma”**, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003
- DÖM, Serpil, “Yatırımcı Psikolojisi”, **8. Ulusal Finans Sempozyumu**, 2004, İstanbul, İstanbul Teknik Üniversitesi, 2004 ss. 120-136
- ERDİNÇ, Yaşar, **Teknik Analiz ve Yatırımcı Sorgulamıyor**, Siyasal Kitabevi, 2004
- EDWARDS, W., D. Winterfeldt, “On Cognitive Illusions and Their Implications”, **Southern California Law Review**, 1986, ss.401-451
- FRANCIS, J., C., **Investments: Analysis and Management**, 5th Edition, McGraw-Hill Book Company, 1991
- FULLER, J., Russel, “Behavioral Finance and Source of Alpha”, **Journal of Pension Plan Investing**, Winter 1998, Vol:2 No:3

- GRINBLATT, Mark and Moskowitz, Tobias J., “The Cross Section Of Expected Returns And Its Relation To Past Returns: New Evidence”, October 1999, **CRSP Working Paper** No:503; Yale ICF Working Paper No. 99-09
<http://ssrn.com/abstract=188608>(13.08.2007)
- HANSON, J.D., D.A. Kaysar, “Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation”, **New York University Law Review**, 1999
- HAUGEN, R., A., **The New Finance**, Pearson Education Inc. USA, Third Edition, 2004, TUFAN, a.g.e. s.14’den
- KAHNEMAN, D., Tversky, A., “A Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk”, **Econometrica**, 47, 1979, ss.263-291.
- JOHNSON, Eric,J. ve A.Tversky, “Affect Generalization and the Perception of Risk”, **Journal of Personality and Social Psychology**, Vol. 45 Stanford University Department of Psychology, Jun 1983, ss.20–31
- KARAN, Mehmet, Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, Ankara, 2001
- KARAŞİN, Gültekin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1986
- KARSLI, Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994
- KONDAK, Nuray, **Menkul Kıymet Pazarına Giriş**, Der Yayınları, İstanbul, 1999
- LAWRANCE,A., Cunningham, “Behavioral Finance and Investor Governance”, Cardozo Law School, 2001,**Public Law and Legal Theory Research Paper Series**, Working Paper No: 32, s.18 <http://ssrn.com/abstract=255778>(12.08.2007)
- LEVY, Robert, A., “Conceptual Foundations Of Technical Analysis”, **Financial Analyst Journal**, 1966, July/August 1966, Vol. 22, No. 4: 83-89
- MONGIN Philippe, **Expected Utility Theory** ,Handbook of Economic Methodology, (Diğer yazarlar:J.Davis,W.Hands,and U.Maki,eds.(London,Edward Elgar,1997,s.342-350)
- NEUMANN, John, von ve Oskar, Morgenstern, **Theory of Games and Economic Behavior**, Princeton University Pres.1944,
- NOFSINGER, John, R., **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it**, Pearson Education, 2001
- NOFSINGER, John, R., **The Psychology of Investing**, Pearson Education Hall, 2005, Second Edition, s.1 (e.t s.22)

Nofsinger John R. Ve Richard W.Sias, Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors, **Journal of Finance**, Vol.54, No.6, December 1999), s3

OKKA, Osman, **Finansal Yönetime Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005

PARASIZ, M., İlker, **Ekonomi Sözlüğü**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1999

PATEL, Jayendu, Richard, Zeckhauser ve Darryll, Hendricks, “The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets”, **The American Economic Review**, Vol:81, No:2, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of American Economic Association, May 1991

PAYA, Merih, **Makro İktisat**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2001

PERŞEMBE, Ali, **Teknik Analiz mi Dedin? Hadi Canım Sen de**, Birinci Kitap, Scala Yayıncılık, 2001

RABIN, Matthew, **Psychology and Economics**, September 1996, s.1
<http://introduction.behaviouralfinance.net/Rabi96.pdf> (14.07.2007)

ROLL, Richard, Ross, Stephan, A. (1984), “The Arbitrage Theory Approach to Strategic Portfolio Planning”, **Financial Analyst Journal**, Vol:40, May-June, s.15

SARIKAMIŞ, Cevat, Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 3.Baskı, İstanbul, 1998

SARFATİ Metin, KARABULUT Gökhan, **Rasyonel Beklentiler Teorisi**, İktisat Dergisi, Eylül 2004, Sayı:453

SHILLER, Robert J., **Human Behaviour and Efficiency of the Financial System**, 1998, , Yale University Working Paper: 1-28
<http://introduction.behaviouralfinance.net> (23.08.2007)

TVERSKY, A., Kahneman, D., Jugment under Uncertainty: Heuristics and Biases, **Science**, New Series, Volume 185, Issue 4157, 1974, s.1124-1131.
www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf (09.08.2007)

TUFAN, Ekrem, **Davranışsal Finans**, Orion Yayınevi, Ankara, 2006

TUFAN Ekrem ve Bahattin Hamarat, “Do Cloudy Days Affect Exchange Returns: Evidence from İstanbul Stock Exchange”, **Journal of Naval Science**, January 2004, Vol:2, No:1
<http://www.dho.edu.tr/ENSTITUNet/dergi/docs/fulltext.pdf> (08.07.2007)

TUNAY, K., Batu, **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler**, Beta Basım A.Ş., İstanbul, 2001

TÜRKO, R., Metin, **Finansal Yönetim**, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1999

ULUDAĞ, İlhan, Arıcan, Erişah, **Finansal Hizmetler Ekonomisi: Piyasalar, Kurumlar, Araçlar**, Beta Basım Yayım A.ř., İstanbul, 2001, 2. Baskı

YÜKÇÜ, Süleyman, Durukan, M., B, Özkol, E., **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999