

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**PAY SENEDİ PİYASASINDA BİREYSEL YATIRIMCI
DAVRANIŞLARINI BELİRLEYEN GÜDÜLER VE İMKB'DE BİR
UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BURCU EMEKTAR

**ANABİLİM DALI: İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN**

KOCAELİ - 2007

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**PAY SENEDİ PİYASASINDA BİREYSEL YATIRIMCI
DAVRANIŞLARINI BELİRLEYEN GÜDÜLER VE İMKB'DE BİR
UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BURCU EMEKTAR

**ANABİLİM DALI: İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN**

DANIŞMAN: YARD. DOÇ. DR. HAKAN KAPUCU

KOCAELİ - 2007

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**PAY SENEDİ PİYASASINDA BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI
BELİRLEYEN GÜDÜLER VE İMKB'DE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Tezi Hazırlayan : Burcu EMEKTAR
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarih ve No: 03/10/2007-
2007/23**

Prof. Dr. Abdurrahman FETTAHOĞLU Yrd. Doç. Dr. Hakan KAPUCU

Yrd. Doç. Dr. Şenol HACİFENDİOĞLU

KOCAELİ 2007

ÖNSÖZ

Bu çalışma pay senedi piyasasında işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını etkileyen güdülerin saptanması ve bunların yatırım kararına etkisini ölçmek amacı ile yapılmış ve uygulanan anket ile desteklenmiştir.

Bu çerçevede, çalışmanın ilk bölümünde davranışsal finans ve davranışsal finans açısından analist, spekülâtör ve yatırımcı kavramları üzerinde durulmuş; piyasadaki yatırımcıların türleri, özellikleri, yatırım yapma kararları ve bu kararlarını etkileyen etmenlerin yanı sıra; piyasadaki yatırım tercihlerini yönlendiren faktörler incelenmiştir. İkinci bölümde ise; davranışçı finansa temel olan yaklaşımlara yer verilmiş; yatırımın psikolojik yönü hevristikler, duygusal faktörler ve bilişsel önyargılar ile açıklanmış; davranışçı finansı destekleyen mental muhasebe, sürü davranışı ve yatırımcı duyarlılığı aktarılmıştır. Üçüncü bölümde yer alan anket çalışması ile bu bölümlerde incelenen pek çok teori test edilmiş ve desteklenmiştir. Çalışma sonucunda, davranışsal finans kuramları ile pek çok noktada tutarlı olarak, İMKB'de işlem yapan yatırımcıların kararlarını, yatırımcı psikolojisinin yönlendirdiği kuramını doğrulanmıştır.

Yatırımcı psikolojisi ve piyasa psikolojisi gibi kavramlar, son dönemde Türk Finans Piyasası'nda ampirik olarak incelenmekle birlikte, içerik ve derinlik olarak yetersiz kalmaktadır. Çalışma, bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır.

Bu çalışmada verdiği destek ve sağladığı kolaylıktan dolayı başta tez danışmanım Sayın Hakan Kapucu'ya teşekkür etmek istiyorum. Tezi yazmam sırasında bana her zaman yardımcı olan ve değerli görüşlerini sunan hocalarım Sayın Abdurrahman Fettahoğlu ve Sayın Şenol Haciefendioğlu'na da değerli katkılarından dolayı teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca yanımda olup bana desteğini esirgemeyen Sn. Onur Aydın ve tüm aileme teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	I
İÇİNDEKİLER	II
ÖZET	VIII
ABSTRACT	IX
KISALTMALAR LİSTESİ	X
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XI
TABLolar LİSTESİ.....	XII
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDAKİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. DAVRANIŞSAL FİNANS	2
1.2. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA ANALİST	5
1.3. DAVRANIŞSAL AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA SPEKÜLATÖR	6
1.4. DAVRANIŞÇI FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA YATIRIMCI.....	11
1.5. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI TÜRLERİ	24
1.5.1. Piyasaya Bakış Açısına Göre	24

1.5.1.1. Yükselen Piyasadaki Yatırımcılar.....	25
1.5.1.2. Alçalan Piyasadaki Yatırımcılar	26
1.5.1.3. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Sürünün Psikolojisi ile Hareket Eden Yatırımcılar	26
1.5.1.4. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Manipülasyon Ağırlıklı İşlem Yapan Yatırımcılar	28
1.5.1.5. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Sadece Temel Analizler Doğrultusunda Yatırım Yapan Yatırımcılar	28
1.5.2. Riske Bakış Açısına Göre.....	29
1.5.2.1. Savunmacı Yatırımcı	29
1.5.2.2. Saldırgan/Atak Yatırımcı	30
1.5.3. Piyasadaki Amaçlarına Göre	31
1.5.3.1. Galipler	32
1.5.3.2. Faydacılar	32
1.6. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCILARI PAY SENEDİ PİYASASINDA YÖNLENDİREN ETMENLER.....	33
1.6.1. Yatırımcı Tabanlı Etmenler.....	33
1.6.1.1. Kişisel Etmenler.....	34
1.6.1.2. Finansal Etmenler	39
1.6.1.3. Çevresel Etmenler.....	40
1.6.2. Piyasa Tabanlı Etmenler	42
1.6.2.1. İstatistiksel Veriler	42

1.6.2.2. Riskli ve Belirsiz Ortamlar	43
1.6.2.3. Piyasanın İçinde Bulunduğu Eğilimler.....	44
1.6.2.4. Borsa Dedikoduları	47
1.6.2.5. Pay Senedinin Markalaşması	47
1.6.2.6. Borsada Umut Kavramı	48
1.6.2.7. Analist Psikolojisi.....	48
1.6.2.8. Yatırımcıyı Bilgilendirme Sistemi'nin Etkisi.....	49
1.6.2.9. Aşırı Güven.....	50
1.6.2.10. Likidite Gereksinimi.....	52
1.6.2.11. Piyasaya Miyoptik Bakış Açısı	52
1.6.3. Yatırıma Psikolojik Hazırlanma.....	52
1.6.3.1. Korku Psikolojisi	53
1.6.3.2. Bilinçaltı	54
1.6.3.3. Duygular.....	55

II. BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANSA TEMEL OLAN KURAMLAR

2.1. ETKİN PİYASALAR KURAMI	57
2.1.1. Etkin Pazar Kuramı ile Davranışsal Finans Kuramı'nın Karşılaştırılması	59
2.1.2. Anomaliler ve Olası Nedenleri	63

2.2. KAHNEMAN VE TVERSKY'DEN BEKLENTİ KURAMI.....	70
2.2.1. Kurama İlişkin Temel Bulgular ve Deneysel Çalışmalar	71
2.3. PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR.....	82
2.3.1. Hevristikler.....	84
2.3.1.1. Mevcudiyet Hevristiki	84
2.3.1.2. Temsillik Hevristiki.....	85
2.3.1.3. Temel Oranları Reddetme.....	86
2.3.2. Bilişsel Önyargılar.....	86
2.3.2.1. Aşırı Güven	87
2.3.2.2. Önyargı	92
2.3.2.3. Ayrılma Etkisi	95
2.3.2.4. Zaman Değişkenli Tercihler	95
2.3.2.5. Öncelik Etkisi	95
2.3.2.6. Sonralık Etkisi.....	96
2.3.2.7. Sulandırma Etkisi	96
2.3.3. Duygusal Faktörler	97
2.3.3.1. Pişman Olma Kuramı.....	98
2.3.3.2. Yatkınlık Etkisi	99
2.3.3.3. Bilişsel Çelişki Kuramı	101
2.3.3.4. Hedonik Düzeltme.....	102

2.4. YATIRIMCI DUYARLILIĞI.....	103
2.4.1. Düşük Reaksiyon Gösterme.....	104
2.4.2. Aşırı Reaksiyon Gösterme.....	105
2.4.3. Söylenti Ticareti.....	106
2.5. BİREYİN MENTAL MUHASEBESİ	107
2.5.1. Mental Muhasebe ve Batık Maliyet.....	110
2.5.2. Mental Muhasebe ve Yatırım.....	112
2.5.3. Mental Muhasebe ve Çeşitlendirme	112
2.6. SÜRÜ DAVRANIŞI.....	113
2.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı.....	114
2.6.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı ve Şelaleler	114
2.6.1.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı	116
2.6.1.3. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı	116
2.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı.....	116

III. BÖLÜM

PAY SENEDİ PİYASASINDA BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI BELİRLEYEN GÜDÜLERİN SAPTANMASINA YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA: İMKB ÖRNEĞİ

3.1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	119
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI	121
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	121

3.4. ARAŞTIRMANIN SINIRLARI	123
3.5. ARAŞTIRMANIN YARARLARI	123
3.6. ARAŞTIRMANIN PROBLEMİ	124
3.7. ARAŞTIRMANIN KAVRAMSAL MODELİ	125
3.8. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	126
3.9. VERİLERİN ANALİZİ VE ARAŞTIRMANIN BULGULARI	127
3.9.1. Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerine İlişkin Soruların Analizi	126
3.9.2. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yapmadan Önceki Davranışlarına İlişkin Soruların Analizi	128
3.9.3. Bireysel Yatırımcıların Pay Senedi Piyasasını Algılama Düzeylerinin Ölçülmesine İlişkin Soruların Analizi	137
3.9.4. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıktan Sonraki Davranış Biçimlerinin Ölçülmesine İlişkin Soruların Analizi	140
3.10. HİPOTEZLERİN TESTİ	148
SONUÇ	162
EK 1: ANKET FORMU	167
EK 2: FAKTÖR ANALİZİ SONUÇLARI	171
YARARLANILAN KAYNAKLAR	177
ÖZGEÇMİŞ	195

ÖZET

Yerleşik ekonomi teorisindeki temel yargılar bireyi, piyasada var olan tüm bilgilere ulaşabilen, duygusal ve içgüdüsel faktörlerden bağımsız karar veren rasyonel bir varlık olarak tanımlanmış; kararlarında mantıklı davrandığı ve olasılık hesaplarını doğru yapabildiği savunulmuştur. Uzun bir süre boyunca yatırımcıların karar verme sürecinde belirleyici role sahip olduğu düşünülen Beklenen Fayda Teorisi'ne yönelik en önemli eleştiri, psikolojik faktörleri de dikkate alan yeni bir beklenti teorisi tarafından getirilmiştir. Bu yeni beklenti teorisi, izleyen yıllarda, yatırımcı davranışlarında yatırımcı psikolojisinin etkisini inceleyen pek çok çalışma için yön gösterici olmuştur. Davranışsal finansa yönelik çalışmalarında, bireyin karar verme sürecinde önceki deneyimlerinden kaynaklanan önyargıların, algısal hataların ve duyguların etkili olduğunu belirtmiştir

Kahneman ve Tversky davranışsal finans alanında öncü nitelikte olup; KT'nin Beklentiler Teorisi, yatırımcı psikolojisi ile hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilirliği arasındaki ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma için de öncü olmuştur. İzleyen yıllarda yatırımcı psikolojisinin finans piyasalarına etkilerini inceleyen zihinsel muhasebe teorisi, sürü davranışı teorisi ve yatırımcı duyarlılığı teorileri daha da geliştirilerek piyasadaki yatırımcı davranışlarının etkilerini derinlemesine ortaya koymuştur.

ABSTRACT

Widespread economy theories define individual as able to reach all information on the market and decides without emotional and instinctive factors. Also Theories assert individual behaves logical in decisions and calculate probability correctly. A new theory which includes psychological factors improved the most important criticism about Expected Utility Theory that was thought investors have determination role in decision process. This new theory has guided for new researches about influence of investor psychology on investor behaviours. In behavioral finance researches found that prejudice which comes from individual's past, perception mistakes and emotions are effective in decision process.

Kahneman and Tversky are the pioneers in behavioral finance and also KT's Expectations Theory pioneered for the new researches about relation with investor psychology and estimating share price. In next years Mental Accountancy Theory, Flock Behaviour Theory, Sensitive Investor Theory were developed and indicated the effect of investor behaviors.

KISALTMALAR LİSTESİ

NYSE	New York Stock Exchange
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
BYF	Borsa Yatırım Fonu
SEC	US Securities and Exchange Commission
JSDA	Japan Securities Dealers Association
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
BFT	Beklenen Fayda Teorisi
KTBT	Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi
KT	Kahneman ve Tversky
BORYAD	Borsa Yatırımcıları Derneği

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Yatırımcıları Piyasada Birbirinden Farklılaştıran Etmenler	17
Şekil 2.1: Davranışsal Finans ve Etkin Piyasalar Kuramının Yıl Bazında Gelişimi	60
Şekil 3.1: Araştırmanın Kavramsal Modeli	125

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1: Yatırımcının Cinsiyetine Göre Dağılımı	128
Tablo 3.2: Yaş grubu.....	128
Tablo 3.3: Medeni durum	128
Tablo 3.4: Yatırımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı	129
Tablo 3.5: Yatırımcıların Meslek Gruplarına Göre Dağılımı	129
Tablo 3.6: Tasarrufların Yatırımcının Ortalama Geliri İçindeki Payı	130
Tablo 3.7: Pay Senetleri Piyasası Hakkındaki Bilgi Düzeyi	130
Tablo 3.8: Yatırımcının Pay Penedi Piyasasına Ayda Ortalama Yaptığı Yatırım Tutarı	131
Tablo 3.9: Yatırımcının Pay Senetleri Piyasasında Aylık Ortalama Kazancı	131
Tablo 3.10: Yatırımcının Yatırım Araçlarının Güven Düzeyi.....	131
Tablo 3.11: Yatırımcının Yatırım Kararını Etkileyen Faktörlerin Önem Düzeyi	133
Tablo 3.12: Yatırımcının Pay Senedi Yatırım Süresi	133
Tablo 3.13: Pay Senedi Yatırımlarının Yatırımcıların Toplam Tasarrufları İçindeki Payı.....	135
Tablo 3.14: Yatırıma Etki Eden Faktörlerin Piyasadaki Yatırımcılara Göre Önem Düzeyi	135
Tablo 3.15: Yatırımcıların Piyasadan Elde Ettikleri Kazançları Değerlendirme Tercihleri.....	137
Tablo 3.16: Gazetelerde Yer Alan Bilgilerin Bireyin Yatırım Kararına Etkisi	138
Tablo 3.17: Yatırımcının Yakınlarına Pay Senedi Piyasasına Yatırım Yapmalarını Önerme Sıklığı.....	139
Tablo 3.18: Piyasadaki Yatırımcıların Türkiye'deki Pay Senedi Piyasasına Yükladıkları Anlam	139
Tablo 3.19: Piyasadaki Yatırımcılara Göre İMKB Endeksinin Oynaklığının Temel Nedeni.....	140

Tablo 3.20: Piyasada Bilinen Yargılara Yatırımcıların Bakış Açısı	141
Tablo 3.21: Yatırımcının İMKB'de Yaptığı Aylık Ortalama İşlem Sayısı ...	142
Tablo 3.22: Yatırımcının Pay Senedi Piyasasına Yatırım Yaptığı Süre	142
Tablo 3.23: Yatırımcıların Portföyündeki Pay Senetlerinin Dağılımı.....	143
Tablo 3.24: Yatırımcının Pay Senedi Portföyünü Gözden Geçirme Sıklığı	143
Tablo 3.25: Yatırımcıların Pay Senetlerini Elde Tutma Süresi.....	144
Tablo 3.26: Yatırımcının İşlem Yaptığı Gün ve Seanslar	144
Tablo 3.27: Yatırımcının Pay Senedi Alım/Satımı Yapmayı Yeğlediği Ay ..	145
Tablo 3.28: Yatırımcıların Piyasanın Düşüş ve Yükseliş Eğilimindeki Tepkisi	145
Tablo 3.29: Alçalan Eğilimli Bir Piyasada Portföy Değeri Düşen Yatırımcının Tepkisi.....	146
Tablo 3.30: Baş Başa Gelme Şansının Yarı Yarıya Olduğu Bir Piyasada İlk Yatırım Değerinin Altına Düşen Bir Pay Senedine Yatırımcının... Tepkisi	146
Tablo 3.31: Bir Pay Senedinin Değerinin Yükselineceği Bilgisine Yatırımcıların Tepkisi.....	147
Tablo 3.32: Piyasadaki Yatırımcıların Satış Kararını Kaybettiren ya da Kazandıran Pay Senetlerinden Yana Yapma Yönü	148
Tablo 3.33: Makroekonomik Göstergeler ile Cinsiyet Arasındaki İlişki	149
Tablo 3.34: Makroekonomik Göstergeler ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki.....	150
Tablo 3.35: Makroekonomik Göstergeler ve Medeni Durum Arasındaki İlişki	151
Tablo 3.36: Makroekonomik Göstergeler ve Eğitim Durumu Arasındaki İlişki	152
Tablo 3.37: Pay Senedine İlişkin Göstergeler ve Cinsiyet Arasındaki İlişki	153

Tablo 3.38: Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki	154
Tablo 3.39: Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Medeni Durum Arasındaki İlişki.....	155
Tablo 3.40: Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki....	155
Tablo 3.41: Aracı Kurumun Niteliği ile Cinsiyet Arasındaki İlişki	156
Tablo 3.42: Aracı Kurumun Niteliği ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki	157
Tablo 3.43: İşletmenin Niteliği ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki	157
Tablo 3.44: Pazar Verileri ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki	158
Tablo 3.45: Öznel Yargılar ile Cinsiyet Arasındaki İlişki	159
Tablo 3.46: Öznel Yargılar ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki	160
Tablo 3.47: Öznel Yargılar ile Medeni Durum Arasındaki İlişki	161
Tablo 3.48: Öznel Yargılar ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki	161

GİRİŞ

Bilgi akışının kusursuz olduğu, piyasadaki yatırımcıların daima rasyonel kararlar verdiği, dışsal etkilerin bulunmadığı bir iktisadi sistemin kurulması ve yürütmesi imkânsızdır. Hisse senetleri piyasasında yer alan yatırımcıları etkileyen içsel ve dışsal pek çok etken vardır. Bu sebeple etkin piyasalar kuramının yerini davranışsal finans almıştır Piyasadaki karar alıcıların rasyonel-ekonomik karar modellerinden ziyade insan zihninin kısıtlı hesap yapma kapasitesi, sorunun karmaşıklığı ve belirsizliği, gerekli bilgiye tam olarak ulaşamaması nedeni ile karar verici gerçek yaşamda çeşitli kısıtlayıcı faktörlerin etkisi altındadır.

Davranışsal Finans'a temel olan Kahneman - Tversky'nin Beklenti Kuramı, hevristikler ve bilişsel önyargılara dayalı çalışmalar bilişsel noksanlıklara dayalı yaklaşımın sonucunda ortaya çıkmıştır. Psikolojik önyargılar ise bireylerin kararlarını etkileyerek irrasyonel davranışlar göstermesine sebep olmuştur.

Bu çalışmanın amacı; İMKB Bireysel yatırımcı profili ve davranışlarının yanında yatırımcı psikolojisinin ve gösterilen ortak eğilimlerin belirlenmesine yöneliktir. Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. 1. Bölümde; davranışsal finans ve davranışsal finans açısından analist, spekülâtör ve yatırımcı kavramları tanıtılmaktadır. Ardından piyasadaki yatırımcıların türleri, özellikleri, yatırım yapma kararları ve bu kararlarını etkileyen etmenlerin yanı sıra; piyasadaki yatırım tercihlerini yönlendiren faktörler incelenmektedir. 2. Bölümde; davranışçı finansa temel olan yaklaşımlara yer verilmekte; ayrıca yatırımın psikolojik yönü hevristikler, duygusal faktörler ve bilişsel önyargılar ile açıklanmaktadır. Davranışçı finansı destekleyen mental muhasebe, sürü davranışı ve yatırımcı duyarlılığı aktarılmaktadır. Çalışma, 3. Bölümde yer alan anket çalışması ile desteklenmekte ve İMKB'de yatırımcıyla ilgili bulgular analizlerle açıklanmaktadır.

I. BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDAKİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde, öncelikle davranışsal finans kavramı incelenmiştir. Daha sonra ise, davranışsal finans açısından, yatırımcı, spekülâtör ve analist kavramları açıklanmıştır. Bunun yanında, piyasadaki yatırımcıların pay senedi piyasasında yatırım kararlarını etkileyen etmenler ile yatırım tercihini yönlendiren faktörler detaylı bir biçimde incelenmektedir.

1.1. DAVRANIŞSAL FİNANS

Davranışsal finans, finansın henüz yeni gelişmekte olan bir alanıdır. Esas olarak, 1980’li yıllarda ortaya çıkmış olsa da; akademik alanda ve uygulamada kabul görmesi henüz son beş yılı kapsamaktadır. Yapılan son ampirik finans araştırmaları, davranışsal finansın temellerini oluşturan psikoloji, sosyoloji ve antropolojiyi de incelemektedir.¹

Finansal ekonominin birçok kuramı, bilgiyi işlemede iyi ve yeterince rasyonel olduklarını kabul etmektedir. Fakat ekonomik modeller açısından yararlı olabilecek bu kabuller çoğu zaman da doğru olamayabilmektedir². Davranışsal finans, makro-ekonomik davranışın vahşi tarafını keşfetmiştir³. Davranışsal finansa yönelik kimi zaman yapılan birçok çalışmanın üniversiteler içerisinde öğrencilerle yapıldığı ve pratik hayatta sofistike yatırım kararlarının alındığı bir ortamda etkinleştirilemeyeceği şeklinde bir eleştiri getirilmiş olsa da, esasen yapılan çalışmaların finans piyasalarında var olan tüm yatırımcıları kapsadığı zamanla açık bir şekilde gözler önüne serilmiştir⁴.

¹ Robert J. Shiller, “Human Behavior and the Efficiency of the Financial System”, Cowles Foundation Discussion Papers No:1172, Yale University, Jan 1998.

² Simon Gervais and J. B. Heaton, “Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options”, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02, July 2003, s. 27.

³ George A. Akerlof, “Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior”, **American Economic Review**, Vol. 92, Issue 3, 2002, s. 388

⁴ Masahi Toshino ve Megumi Suto, “Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance”, Working Paper, Waseda University, 2004, s. 10

Ancak; İnsanların duygu ve beklentilerini önceden tahmin etmenin zorlukları, düşünülebilecek her türlü analiz sisteminin tamamen (%100) başarılı olma şansını azaltmaktadır. Bununla beraber fiyatları belirleyen insanların (piyasa profesyonelleri, kurumsal yatırımcılar, spekülâtörler, manipülâtörler ve her kesimden yatırımcılar) değişik kültür, eğitim, bilgi yapılarına sahip olması bunu daha da zorlaştırmaktadır⁵.

Davranışsal finans, geniş akademik çevrelerde finansın bir alt disiplini ya da yeni bir paradigması da değil, yeni bir bilim dalı olarak kabul edilmektedir⁶. Popüler modeller çok sofistike olmamasına karşın onlar hakkında açıklanacak daha çok şeyler vardır⁷.

Davranış ve tutumlar algılayışı etkilemektedir⁸. Pay senedi piyasasında davranış biçimleri; bireyin korkuları, heyecanları, hırsları, olaylara tepki gösterme biçimi, başarı veya başarısızlığı nasıl benimsediği, duygularına nasıl gem vuramadığı, işlem, yatırım ve genel olarak hayata olan yaklaşım tarzı, kızması, sevinmesi, umut edişi, beklentileri, kısacası tüm kişiliği gibi son derece geniş ve geniş olduğu kadar da kontrolü güç bir alanı kapsamaktadır.

Davranışsal finans, hisse fiyatları üzerinde davranışsal bir alan olduğunu ve rasyonel olmayan yatırımcıların, rasyonel yatırımcıların davranışlarını ve genel beklentileri etkileyebildiğini savunmaktadır. Rasyonel olmayan yatırımcılar toplu hareket ettiklerinde piyasayı genel olarak etkileyebilmektedirler. Bu alanı incelemek, sürdürülebilir perspektif ve politikalarla yakından ilgilidir⁹.

Yatırımcılar 1960'larda rasyonel olarak tanımlanmışlardı. Ancak davranışsal finans ile birlikte irrasyonel diğer bir ifade ile "normal" olarak

⁵ TSPAKB, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisanslama Sınavı Eğitim Klavuzu, Yayın No:9, İstanbul:2003

⁶ Markus Glaser, Markus Nöth ve Martin Weber, "Behavioral Finance", **Behavioral Finance**, Handbook Of Judgment And Decision Making, D.J. Koehler, N. Harvey, eds., Blackwell Publishers, 2004, ss. 527-546.

⁷ Richard H. Thaler, **Advances in Behavioral Finance**, Princeton University Press, New York: Russell Sage Foundation, 1993, s.503.

⁸ JohnW. Newstrom, Keith Davis ve Tata McGraw, **Organizational Behavior**, Human Behavior at Work, Tenth Edition, Hill Publishing Company Limited, 1998, s. 255

⁹ David Leece, "Behavioral Finance and Urban Sustainability", Working Paper, University of Keele, 2002, s.2

tanımlanmaya başlamışlardır. Normal (irrasyonel) yatırımcıları, rasyonel yatırımcılardan farklı olarak eğilimler ve duygular etkilemektedir. Rasyonel yatırımcıları ise sadece risk ve portföylerinin geri dönüşleri etkilemektedir. Oysa irrasyonel (normal) yatırımcılar, bundan daha fazlası ile yani ek olarak duygu ve eğilimlerle de ilgilenmektedir¹⁰.

Rasyonel olmayan yatırımcılar yatırımlarını değerlendirirken, rasyonel yatırımcılardan farklı olarak kimi zaman yanlış değerlendirmelerde bulunmaktadır. Bu durum rasyonel yatırımcıların rasyonel olmayanları kopya etmesini ortaya çıkarabilir. Çünkü birçok potansiyel rasyonel olmayan bulgusal öğretiler bulunmaktadır ve rasyonel olmayanların hangisine başvuracağı konusu ise oldukça zordur. Bu, davranışsal finansın ortaya çıkmasını desteklemiştir¹¹.

Rasyonel olmayan yatırımcıların bir kısmı umutlarını sık sık değiştirir. Kimi zaman aşırı iyimser, kimi zaman ise aşırı kötümser olabilmektedirler¹². Duygu ve beklentilerin bireylerin kararlarına etkisi pek çok örnekle açıklanabilmektedir. Örneğin; 15 YTL'lik bir hesap makinesinde 5 YTL'lik bir ucuzluk olduğunu duyan birey, satın almak için 60 km. yol giderken; 200 YTL'lik bir takım elbisede yapılan 5 YTL'lik iskonto ise, bireye aynı faydayı sağlayamayacağını düşündürmektedir. Yine aynı duygu ile kuru temizlemeciye 5 YTL vermek yerine, kendi pantolonunu kendi ütöleyen birey; komşusunun pantolonunu ütülse 5 YTL ödeyebileceği önerisine büyük olumsuz tepkiler vermektedir. Tüm bu örneklerde söz konusu olan aynı 5 YTL olsa da birey bunu çoğu zaman anlayamamaktadır. Kararlarında "Zararın kesilmesi" kullanamamaktadır. Küçük kâra karşı büyük risk almakta; boğa piyasalarında aşırı iyimser, ayı piyasalarında ise aşırı kötümser olmaktadır. Bu örneklerden harekete; "davranışsal finans", iyi bir yatırımcı olmanın gerektirdiği beceri, bilgi ve kaynaklardan biri olan doğru davranış

¹⁰ Meir Statman, "Normal Investors, Then and Now", **Financial Analysts Journal**, CFA Institute: 2005, s.6.

¹¹ David A. Subrahmanyam, Avanidhar and Titman, Sheridan, "Feedback and the Success of Irrational Investors", **Seminar Participants at the Anderson Graduate School of Management**, September 2003, s.2-3

¹² Bernard Dumas, Alexander Kurshev and Raman Uppal, "What Can Rational Investors Do About Excessive Volatility and Sentiment Fluctuations?", CEPR Discussion Paper No:5367, December 2005

biçimlerini (psikolojik yeterlilik ve disiplin) öğretmektedir¹³. Bir yandan da örneğin, yatırımcıların vergi avantajına sahip olsalar bile nakit kar payını tercih etmeleri gibi davranışsal faktörleri araştırmaktadır.¹⁴

Davranışçı finans; insanın doğasına ilişkin bulguları finansal modellere aktararak iktisadi analizleri zenginleştirir. Bu yaklaşımda birey rasyonel değil, rasyonel dışı kabul edilir. Oluşturulan modeller ise; insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiğini anlamaya çalışır.

1.2. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA ANALİST

Pay senedi piyasasında, analistin teknik ve temel analiz bilgisi mutlaka psikolojisi ile uyumlu olmalıdır. Profesyonel borsa çalışanları, bir takım analiz metotları kullanarak pay senetlerinin alması gereken değerleri hesaplamaktadırlar. Ancak esas olan borsanın fiyat hareketi ve yatırımcılara yaşattığı duygulardır; bunlar ise pay senedi fiyatlarını etkileyip kimi zaman borsa uzmanlarının hesaplarının tam tersinin çıkmasına neden olmaktadır.

Analistlerin verdikleri tahmin revizyonları ve yenilenen tavsiyeler, piyasada sonradan ortaya çıkan normal dışı geri dönüşlerle ilgilidir. Uygun olmayan, bir başka deyişle ters yöndeki tavsiyeler, uygun olanlara göre analistin daha fazla tahmin gücünü taşımaktadır¹⁵. Analist bir pay senedini tavsiye ya da revize ettikten sonra pozitif anormalite olmaktadır. Analist sat tavsiyesinde bulduktan sonra pay senedi güçlü şekilde daha düşük performans göstermekte analisti doğrulamaktadır. Buna karşın, analistin yeni alım tavsiyelerinde pay senedi zayıf yükseliş performansı göstermektedir. Bu durum analistlerin uygun yönelim önerilerine karşın yatırımcıların çoğunlukla alım tavsiyesine uymadıkları ve mevcut durumlarını fazla değiştirmediklerini

¹³ Perşembe, Ali, "Hisse Senedi Almak", Dünya Gazetesi, Ağustos 2006, Makale: www.persembe.com/futures/raporlar/makale2.html

¹⁴ Terry A. Marsh and Robert C. Merton. "Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market.", **Journal of Business**, Vol.60, Issue: 1, January 1987, ss.1-40

¹⁵ David A. Hirshleifer, Subrahmanyam, Avanidhar and Titman, Sheridan, "Feedback and the Success of Irrational Investors", **Seminar Participants at the Anderson Graduate School of Management**, September 2003, s.33.

göstermektedir¹⁶. Yatırımcıların uzmanların al ve tut tavsiyelerini izlemeyip çeşitlendirme yapmadıkları, ellerinde ya çok az sayıda ya da tek pay senedi bulduklarını gibi birçok kanıt vardır¹⁷.

1.3. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA SPEKÜLATÖR

Yatırımcı ve spekülâtör arasındaki temel fark; piyasa hareketlerine karşı tutumlarıdır. Spekülâtörün en büyük amacı; piyasa hareketleri hakkında tahminler yapmak ve bunlardan kâr elde etmektir. Yatırımcının amacı ise; piyasa hareketleri ile bağlantılı olarak oluşacak ucuz fiyatlardan alım yapmak; yüksek fiyatlardan ise satmaktır.

Spekülâtör sözcüğünün kökü, "gözetleyip incelemek" anlamına gelen Latince'deki "speculari" sözcüğüdür. Dolayısıyla spekülâtör, piyasayı inceler ve önemli bir olay gerçekleşmeden önce harekete geçer. Tahminlerde bulunur. Tahminlerinin %50'si tutan spekülâtör, piyasada iyi bir ortalama yakalamış olarak kabul edilir.

Wall Street'te popüler olan ve büyük riskleri göze alan spekülâtörlerin uyguladıkları yöntemlerin sonucunda ne tür bir sonuçla karşılaşılacağı, piyasanın ileride ne yönde hareket edeceğine bağlıdır. Wall Street'te popüler olan ve yatırımcıları yönlendiren bu yöntemlerden bazı örnekler aşağıdadır¹⁸:

- Piyasadakilerin tam tersini yap; onlar alırken sat, onlar satarken al (Buy when others sell; sell when others buy)!
- Ortağı olduğunuz şirkette greve gidileceğini duyduğunuzda, pay senetlerini sakın satma (Never sell on strike news)!
- Uzun zamandır düşen bir pay senedini kesinlikle alma (Never buy a stock after a long decline)!

¹⁶ David A. Hirshleifer, and Welch, Ivo, "An Economic Approach to the Psychology of Change: Amnesia, Inertia, and Impulsiveness", Yale ICF Working Paper, No. 00-47, June 2001, s.34. (http://icf.som.yale.edu/working_papers/papers/1999/Hirshleifer05A.pdf)

¹⁷ De Long, L. Summers and R. Waldmann, "Noise Trader Risk in Financial Markets", *Journal of Political Economy*, Vol:98, No:41, August 1990, s.704.

¹⁸ http://analiz.ibsyazilim.com/genel/wall_street1.html

- Uzun bir süre fiyatı artan pay senetleri daha çok ve çabuk düşer (Stocks that have the longest preceding advances have the largest declines)!

Başarılı spekülasyonun devamlılığı için teknik analist, sermaye ve işlem yönetimi gibi birçok kavramı yaşam biçimi olarak algılamak ve uygulamak zorundadır. Çünkü spekülasyon tek boyutlu bir uygulama değildir. Başarılı bir spekülâtör olmak için bilgi ve araştırma gerekli olmasına rağmen yetersizdir. En zor olanı, edinilen bilgiler sonunda alınan kararların uygulanabilmesidir. Bu uygulama sırasında kişinin kendisine ve kararlarına karşı tarafsız, biraz da şüpheli olması gerekir. Bu durum şöyle örneklenebilir: İp üstünde yürüyen cambazın derdi dengeyi sağlayıp yukarıda kalabilmektir. Spekülâtör ise, biraz daha yetenekli olmak zorundadır. Zira yukarıda kalma çabasına ek olarak üzerinde yürüdüğü ipin kopması durumunda en yakın nereye tutunabileceğini de hesaplamalıdır.

Gerçekte piyasadaki pek çok yatırımcı için, işlem yapmak bir ego tutkusu halindedir ve yatırımcılar bunun farkında değildir. Piyasada çoğu zaman kazanç ikinci plana itilir ve onlar için kendilerinin diğer borsa oyuncularını ile karşılaştırıldıklarında ne kadar zeki oldukları ve borsada ne kadar başarılı olduklarının kanıtlanması daha önemlidir. Ancak, gerek istatistikler gerekse yaşanmış öykülerin gösterdiği sonuç; asıl önemli olanın ne kadar sermaye kazanılıp, kaybedildiği olduğunu ortaya koymuştur. Sermaye kaybedilerek psikolojik tatmin olunabilecek pek çok alan olabilir. Ama spekülasyon bunlardan birisi değildir.

Son on yılda gerçekleşen tüm bilimsel ve teknolojik olanaklara rağmen, spekülâtörler arasında kazananların sayısında bir artma olmamıştır. Spekülasyon insanlık tarihi kadar eski bir kavramdır. İnsan değişmediği sürece bu sonuç da değişmeyecektir.

Kişisel özellikler ne olursa olsun spekülâtörlerin başarılı olmaları için piyasada uyguladıkları birtakım kurallar vardır. Bunlar şunlardır¹⁹:

¹⁹ www.geocities.com/tradeborsa/analiz/analiz_spekulatorunbasarisininsirlari.html

- İyi bir teknik analiz programı
- Bu programı yorumlayabilecek sağlam bir ruh yapısı
- Akıllı bir para ve işlem yönetimi
- Yeterli miktarda sermaye ile işlem yapmak: Bu anlamda spekülâtörlerin borsaya yeterli risk sermayesi ile girmedikleri görülmektedir. Risk sermayesi; genellikle kaybedildiğinde yaşam standardını değiştirmeyen sermaye olarak tanımlanabilir. Zarara karşı davranış, başarı için anahtar etmendir. Piyasada bilinen başarılı spekülâtörler her zaman yeterli risk sermayesi ile başlamaktadırlar. Para kazandıklarında ve kaybettiklerinde olup bitenin aslında çok normal bir durum olduğunun bilincindedirler.
- Gerçekçi olmayan beklentiler: Küçük spekülâtörün en büyük problemi, büyük spekülâtörler gibi işlem yapmak istemeleridir. İnsanlık tarihinde şimdiye kadar emeklemeden koşmayı öğrenmiş bir bebeğe rastlanmadığı gibi, küçük yatırımcıların da bunu denemeleri halinde, işlem hacimlerini ölçüsüz bir biçimde artırarak risklerinizi kontrol edemezler; arkasından ise başarısızlık gelmektedir.
- Acele karar almak: Sabırsızlık borsada gerçekçi olmayan beklentilerle ilgilidir ve aşırı işlem, aşırı risk problemini yaratmaktadır. Her iki sorun içinde güdüm, çabuk ve çok miktarda kazanç elde etme isteğinden kaynaklanmaktadır. Her şeyden önce aşırı işlem, komisyon ve diğer giderleri yükseltmektedir. Sabırlı spekülâtör sermaye yönetimi yöntemleri ile seçici olarak riski daha az olan pozisyonları bekler ve çok sık olmasa bile sadece bu işlemleri yapmaktadırlar. Bu tür risk yönetim yöntemleri kullanmayan ve rasgele işlem yapan spekülâtör, seyrek olan bu fırsatları bekleyememekte ve her an işlem yapmak arzusunda olmaktadır. Günlük yevmiye ile evini geçindiren kişilerin sahip olduğu ruh hali içerisinde davranmak spekülasyonun mantığı ile uyuşmamaktadır. Esasen bu arzunun kaynağı, her akşam gerek grafik analizleri gerekse yatırım programları ile yapılan analizlerin her zaman yatırımcının beklentisine uygun bir işlem önermesindedir. Oysa en iyi spekülâtörler dahi yılın her günü ellerinde pay senedi tutmamaktadırlar. şüphesiz bunun sonucu olarak spekülâtörün aşırı

işlem yapması kolaylaşmaktadır. Acele karar almanın bir diğer sorunu ise, pozisyon almak üzere ekran karşısında sürekli olarak fiyatları izleyen spekülâtörün fiyatların beklentisi yönünde gelişmesi halinde sabırsız davranmasıdır. Örneğin, tasarlanmış bir risk ile uygun bir pozisyon oluşturmak isteyen bir spekülâtör, fiyatların birden bire tahmin ettiği yönde gelişmesi ile acele ederek daha yüksek seviyeden giriş yapmakta ve daha önceden hesapladığı risk toleransının üzerinde risk almaktadır. Böyle durumlarda spekülâtörün acele etmek yerine, fiyatların tepki göstermesini beklemesi (tasarlanan risk seviyesi) ya da başka fırsatlar araması daha akıllı ve uygundur. İyi bir işlem fırsatı sabır ve disiplin gerektirir.

- Disiplinli olmak: Her türlü fiyat değişimlerine karşı peşinen belirlenmiş ve detaylı planlar olmasına rağmen gerçek spekülasyon esnasında bu planlar kolaylıkla göz ardı edilmektedir. Bu durum yeni spekülâtörler için adeta bir gelenek haline gelmiştir. Plana uyulmadığı zamanlarda her çeşit bahane ve sebeplerin yaratılmasına rağmen, daha sonra büyük bir pişmanlık ile planın bozulmamış olması gerektiği kabul edilmektedir. Devamlı olarak spekülâtörlerin piyasalarda karşı karşıya kaldıkları en önemli sorun budur. Başarılı spekülâtör, programdan en az sapan spekülâtördür. Bu bağlamda kullanılan teknik analiz sisteminin kişiye özgü olarak tasarlanması son derece önemli olmaktadır. Birçok spekülâtör disiplin konusunda beceriksiz olduklarından plansız işlem yaparlar ve beklenmedik bir fiyat hareketi karşısında hazırlıklı ve planlı olmadıkları için gelişmeler doğrultusunda rasgele ya da stres altında karar almak zorundadır. Sistem seçimi önemli olmakla birlikte, herhangi bir sistem ile birlikte işlem yapmak, sistemsiz işlem yapmaktan daha akıllıcadır. Seçilen sistemin spekülâtörün kendi gerilim ve risk toleransına göre olması ilave tahmin ve yorumları önlemesi açısından şart olmaktadır. Sistem bir kez benimsendiğinde, çeşitli fiyat senaryolarında disiplinsizliğe yol açan yoruma yer verilmez ve endişe edilecek tek unsur sistem kurallarına bağlı kalmaktır. Ancak, bu, çok kolay sanılmasına rağmen pratikte uygulanması son derece zordur.

Sonuç olarak; pay senedi piyasasında, kazanan grubu oluşturan az sayıda spekülâtör bahsedilen bu söz konusu kurallara uyanlardır. Üstelik bu kurallara uymak dahi yeterli olmayabilir. Zira kurallardan oluşan sistem adeta bir canlı organizma gibi yaşamaktadır. Yani zamanla bazı kurallar geçersiz hale gelir ve yerine yenilerinin uygulanması gerekir. İşte başarılı spekülâtör burada kendini gösterir. Yani yukarıdaki uygulama doğrultusunda başarının anahtarı, oluşturulan kurallar sistemine göre davranmakla birlikte, zamanı geldiğinde bazılarını muhalif kalıp onları değiştirebilmektir.

Profesyonel portföy yöneticisi ile sıradan bir spekülâtör arasındaki fark, profesyonelin yaptığı analizlerin limiti ve geçerliliği konusunda daha tecrübeli olmasıdır. Bu ise ancak zamanla oluşacak deneyimler sonucunda ortaya çıkacaktır.

Pay senedi piyasasında başarılı grubu oluşturan spekülâtörler, her günün sonunda kapanış fiyatı ile kazanç ile kayıplarını yeniden hesaplar ve bu hesabı bir sonraki seviyede alınacak risk miktarı için kılavuz olarak görürler. Bunların; iyi bir pay senedi ile kazancı yüksek olurken; yanlış bir pay senedi almaları durumunda az bir kayıpla pozisyonunu kapatabilmektedirler. Başarılı sayılan bu spekülâtörler ise borsada duygusal olunamayacağını bilmekte ve mantıklı davranmaktadırlar. Ancak; spekülâtörün mantıklı davranması da bazen yanlış sonuçlar verebilmektedir. Önemli olan onların kendisine ait bir görüşünün, fikrinin olmasıdır. Görüş yanlış veya doğru olabilir, fakat psikolojik gerekçelere dayanmaz. Fiyatları objektif olarak değerlendirmekte; kendisinin karda veya zararda olmasına bakmadan kararlarını verebilmektedirler. Bu duruma kişinin kendine karşı tarafsız olması denir. Başkalarının tavsiyesi ile hareket etmemekte; araştırmalarını ve kararlarını kendi gözlemlerine dayanarak oluşturmaktadırlar. Toplumla birlikte hareketleri çok azdır.

Pay senedi piyasasında başarılı grubu oluşturan bu spekülâtörler daha büyük fiyat hareketlerini yakalayabilmek için uzun süre beklemezler. Sabırlıdır ve sınırları sağlamdır. Her başarıya sevinmemekte; her başarısızlıktan sonra üzülmemektedirler; başarısızlığa neden olan etkenleri

araştırmaktadırlar. Hatalarında yeni öğretiler aramaktadırlar. Bir golf oyuncusu kötü bir atış yaptığı zaman kendinden nefret edip sopasını sağa sola savurabilir. Ama bu oyuncu iyi bir oyuncu ise, bu kişisel protestosunun etkilerini ikinci vuruş anına taşımamaktadır. Sıradan oyuncular ise büyük amaçlara sahip olmamakta; kısa hareketlerde bu günden yarına para kazanmak istemektedirler. Hareketleri ve düşünceleri çok kısa sürelidir. Duyduğu bir dedikoduya, tavsiyeye hemen uyup küçük kazançlarla yetinmektedirler. Ürkek ve sabırsızdırlar. Muhtemelen bir yükselişi sonuna kadar bekleyememekte, fiyatlar düşerken umutla yükselişi bekleyerek sürekli kaybetmektedirler. Günü kurtarmaya çalıştıkları için yarınları kaçırmakta, duygusal davranmakta ve toplumla birlikte hareket etmektedirler²⁰.

1.4. DAVRANIŞCI FİNANS AÇISINDAN PAY SENEDİ PİYASASINDA YATIRIMCI

Pay senetleri piyasası yatırımcısı için, bu piyasa kimi zaman umut, kimi zaman yıkım ifade eder. Özellikle bu piyasada kazanmak onlar için tıpkı hayatta kazanmak gibidir. Çünkü bireyler, kazançları trendin yükseliş eğilimine girmiş olmasından kaynaklansa dahi; piyasadaki bu kazancını zekâ ve kişisel yeteneklerinin bir sonucu olarak görmektedir. Bu duygu ise onların bu piyasada kalma isteğini pekiştirir.

Yatırımcıların birinci seçimi varlıklarını nasıl bölüştüreceği (pay senedi, hazine bonusu vb.) ikinci seçimi ise yatırımlarını nereye (vergi erteleyici hesaplara vb.) yerleştireceğidir²¹. Karar vericiler birçok seçenek arasından seçim yaparlar. Bireyler bu tür seçimlerde zorlanmaktadırlar ancak; inandırıcı ya da çekici öneriler ile sağlam tercihler yapacaklardır²². Tercihler, bireyin

²⁰ http://geocities.com/tradeborsa/analiz/analiz_stratejivetaktik.html

²¹ Brad Barber, "Are Individual Investors Tax Savvy? Evidence from Retail and Discount Brokerage Accounts", **Journal of Public Economics** , Vol. 88, No.1-2, January 2004, ss. 419-442.

²² Brad Barber and Chip Heath, "Good Rationales Sell: Reason-Based Choice Among Group and Individual Investors in the Stock Market", **Management Science**, Vol. 49, No. 12, December 2003, s.1636.

ilgisinin tercih alternatiflerini kısıtlamasından hemen sonra ortaya çıkmaktadır²³.

Pay senedi piyasasında hiç yatırım yapmamış bir birey dahi, çevresinde ya da basında piyasanın yükselip insanların paralarını katlama hikâyelerini duymuştur. Söz konusu durum, kimi zaman yatırımcıların kendi kendini sorgulamasına ve bu hikâyelerden etkilenecek, piyasada yatırım yapacak bilgi ve yeteneğinin olup olmadığını dahi sorgulamadan; "borsaya girmeliyim" sonucuna varmasına sebep olmaktadır. Bu durumda yatırımcı bu piyasada vereceği ilk önemli kararı vermiş olacaktır. "Borsaya girmek"... Yatırımcının, "Pay senetleri piyasasına niçin girdiniz?" sorusuna verdiği yanıt, "kısa sürede daha çok kazanmak için" ise piyasadaki çıkmalıdır. Ya da "paramı kurtarayım bir daha girmeyeceğim" türünden bir yanıt aklından geçiyorsa çok daha kötü bir durumdadır ve kayıplarının artması büyük bir olasılıktır.

Yatırımcı bundan sonra sık sık şu üç önemli kararı vermek zorunda kalacaktır: "Borsa"ya girmek; "borsa"da kalmak; "borsa"dan çıkmak... Bu karar verme aşamalarında birey rasyonel davranamayacaktır. Çünkü piyasa hareketlenmeleri, çevreden duyulan söylentiler yatırımcının sık sık verdiği kararları sorgulamasına ve psikolojik sezgiler ile kararlarını doğrulamalarına veya değiştirmelerine neden olacaktır²⁴.

Pay senedi piyasasında uzun süreler yatırım yapan bireylerin bakış açıları, özellikle bu piyasadaki büyük kazançlar elde etmişler ise, yeni girenlerden oldukça farklıdır. Çünkü bu yatırımcılar, piyasada sahip oldukları getiriyi kendi paraları gibi görmezler ve adeta kumarhane mantığı ile bu piyasada yatırım yapmaya yani kendi deyimleri ile "oyun"a devam ederler. Hiç kaybetmeyecekmişçesine doymamak duygusu, yatırımcının pay senedi piyasasında kalacağına bir işaretidir. Bu duygu, sonun başlangıcıdır. Örneğin bir süredir borsada yükselen fiyatlardan alım yapmaya devam eden bir yatırımcı, aslında zarar ettiğinin farkındadır. Ancak bu pozisyonundan çıkma

²³ Brad Barber, "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", **The Review of Financial Studies**, January 2005, s.23.

²⁴ Bilgehan Yazıcı, "Borsaya Girmek, Borsada Kalmak, Borsadan Çıkmak... Zor Kararlar", Makale: İstanbul 2002, <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021019.htm>

kararını verme sırasında yaşanan duygusal sürecin ağırlığı ile bir miktar zarar etmeyi, bu duyguyu yaşamaya tercih etmektedir. Diğer taraf yani bir süredir borsada düşen fiyatlardan alım yapmaya devam eden yatırımcılar açısından ise durum farklıdır. Çünkü onlar fiyatlar düşükken piyasaya yatırım yapmışlardır. Bu yatırımcıların piyasaya bakışı, artık belli bir tatmini yaşamış olduklarından piyasada kalmak yönünde olacaktır. Yatırımcı piyasadan gelen getiri ile yeniden piyasada olacağından kendisi için herhangi bir sakınca olmadığını düşünmektedir. İşte bu da sona giden bir diğer yoldur.

Bazı bireyler kumar mantığından hoşlanmaktadırlar. Bazıları piyango bileti alırken; bazıları ise kumar oynamaktadırlar. Davranışçı yaklaşımda araştırmacılar piyasada kumarın iki türü olduğunu söylemektedirler: Birincisi risk arayanlar ikincisi ise eğlence amaçlı olanlar. Buradan hareketle bireylerin varlık piyasalarında riski artırmalarının en kolay yolu ise çeşitlendirmeyi arttırmadan beklenen getiriyi arttırmalarıdır²⁵.

Yatırımcının hayatı boksörünkine benzer. Eğer ringde kalacaksa istikrarlı bir şekilde yumruk atmayı ve gelen yumruklardan korunmayı öğrenmesi gerekmektedir. Rakibinin işini her zaman bir veya iki talihli yumrukla bitiremeyeceği gibi, her an gelebilecek bir yumrukla da yere serilebileceğini unutmamalıdır²⁶. Davranışsal finans araştırmacıları, bu anlamda yatırımcıların piyasadaki davranışlarının sonuçlarını inceleyerek yeteneklerini öğrenebileceklerini dile getirmişlerdir²⁷.

İnsanın hayatında ilk aşkı ne kadar önemliyse, borsa yaşamındaki ilk pay senedi de o kadar önemlidir²⁸. Yatırımcıların piyasasında nasıl başarılı

²⁵ Brad Barber and Terrance Odean, "The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", **Journal of Finance**, Vol.55, No.2, April 2000, s.798.

²⁶ Ali Perşembe, "**Teknik Analiz Mi Dedin? Hadi Canım Sen de!**", İstanbul: Scala Yayıncılık, 1.cilt, 1.b., 2001, s.23.

²⁷ Simon Gervais and Terrance Odean, "Learning to be Overconfident", **Review of Financial Studies**, Vol. 14, No. 1, Spring 2001, ss.1-27

²⁸ Peter Lynch and Jhon Rotchild, "**Borsada Tek Başına: Kendi Bilgilerinizi Kullanarak Borsada Para Kazanmanın Yolları**", çev. Şehnaz Tahir, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2000, s.7

olacağı saptanmadan önce; yatırımcıların yaptığı en önemli hataları bilmek gerekmektedir. Bu hatalardan birkaç örnek aşağıdadır²⁹:

- Yatırımcılar, kendilerine tanıdık gelen şeyleri daha çekici ve daha risksiz görmektedirler.
- Yatırımcılar, kayıplardan ziyade, ne kazanacaklarını düşünme eğilimindedirler. Çünkü bireyler kayıpların yaratacağı mutsuzluk duygusundan kaçınmaktadırlar.
- Yatırımcılar, piyasada aşırı güven ile hareket ederler.
- İşlem hacmi spekülatif piyasalarda çok yüksektir ve yatırımcılar kendilerine aşırı güvenirler. Bu nedenle yüksek işlem maliyetleri ile karşı karşıya kalırlar ve daha düşük kazanç elde ederler.
- Yatırımcılar etkin portföyler oluşturamazlar.
- Kimi zaman yatırımcılar sürü etkisi ile hareket etmektedirler.
- Bireyler çoğu zaman hangi zaman aralığında veya hangi akım içinde bulunduğundan emin olamamakta veya getiri beklentisi piyasanın verebileceği getiri olasılığı ile uyuşmamaktadır.
- Yatırımcıların çoğu kârını nerede alıp piyasadan çıkması bilememektir. Bundan dolayı ise, işlemlerden elde ettiği kârları elleri ile geri vermektedirler.
- Bireyler kimi zaman kendi yeteneklerini ve başarısızlıklarını, kötü şans veya diğer etkenlere bağlamaktadırlar.

İMKB'de yatırımcı olarak bilinenlerin çoğu, yıllardır borsanın içinde olanlar dahi, borsayı heyecanlı bir oyun veya kumar dibi görüp bilinçsiz olarak yatırım yapmaktadırlar. Borsayı bir oyun gibi görenlerin çoğunun ise bu piyasada kayba uğradığı bilinmektedir. Pay senedi piyasasındaki her türlü yatırım faaliyetinde akıl, her zaman piyasadaki tutkularının önünde gitmelidir. Yapılan hataların bedelinin yatırımcı açısından ağır olabileceği unutulmamalı; piyasadaki yatırımcılar hatalardan aldıkları dersleri hayata geçirebilmelidir.

²⁹ Jülide Kesken, Kurumsal İmaj ve Ekonomik Performans İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İçin Bir Analiz, (Teksir: Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002), s.2 (<http://www.econ.utah.edu/~ehrbbar/erc2002/pdf/P297.pdf>)

Yapılan çalışmalarda örnek olarak alınan kişilerden bazılarının, borsanın balon dönemlerinde fiyatın fazla değerlendirildiğine inandıkları, fakat pay senedi fiyatında gelecekte olacak yükseliş beklentileri nedeniyle yatırıma devam ettikleri gözlemlenmiştir. Buna rasyonel balon literatürü ve davranışları denmektedir³⁰. Balon ve sonrasında gelen krizi yaşayan kişiler için Etkin Pazar Kuramı'na inanmak oldukça zordur³¹.

Yatırımcı, davranışsal tedavinin kimi zaman hastalıktan daha kötü olabileceğini unutmamalıdır³². Yapılan ampirik çalışmalar, yatırımcı korunmasıyla finansal piyasaların gelişimi arasında ve finansal piyasaların gelişimiyle ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki olduğunu saptamıştır³³.

Pay senetleri piyasasında “kazanmak” kelimesini kullanmak; bu piyasada yenilmesi gereken bir güç olduğunu göstermektedir. Çoğu zaman piyasada sorulan, “Borsayı hangi hayvan ile özdeşleştirirsiniz?” sorusuna yatırımcıların verdiği cevaplardan bazıları şunlar olmuştur: Piyasayı yılan olarak tabir edenler; piyasaya yeni katılanların yani acemilerin kuyruğundan tuttuğu yılanı esasen başından tutmak gerektiğine inanırlar. Ancak bunun için de borsada işlem gören şirketlerin ya ortağı olmanın ya da en büyük miktarlarda nakdin olması gerektiğini düşünürler. Piyasayı “balık” olarak tanımlayan yatırımcılar; bu piyasada küçük balıkları(fırsatları) kaçırıp; büyük balıkları(fırsatları) bulmaya çalışan yatırımcıların dibe dalıp boğulabildikleri ile özdeşleştirirler. Piyasayı “rodeo atı” olarak gören yatırımcılar ise; piyasanın tıpkı rodeo atı gibi, üzerinde durdum sananları her defasında yere çaldığını düşünmektedirler. Bu ve buna benzer örnek cevapların tümünün ortak özelliği, seçilen hayvanların sürekli zarar veren ya da sevimli görünseler bile zarar verme olasılığı olan hayvanlar olmasıdır. Buradan hareket ile borsa zararlı bir hayvan ise ve onun aldıklarını geri almak isteyen bir yatırımcı söz

³⁰ Ravi Dhar, William N. Goetzmann, “Bubble Investors: What Were They Thinking?”, Yale ICF Working Paper No. 0622, August 2006, s. 3.

³¹ Ben McClure, “Taking A Chance On Behavioral Finance”, **Investopedia**, November 2002

³² Mark Rubinstein, “Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case”, Research Program in Finance Working Papers. Paper RPF-294, June 2000, s.6.

³³ Gian Luca Clementi, Rui Castro and Glenn MacDonald, “Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.119, Issue:3, August 2004, ss. 1131-1175

konusu ise; önce düşmanın zayıf yönlerini, özelliklerini öğrenmeli ve ona karşı savaşmalıdır³⁴.

Yapılan araştırmalar pay senedi piyasasında deneyimli yatırımcıların gelecekteki nakit akışları ile ilgili beklentilerinin değiştirilebileceği yönündedir³⁵.

Düzenli pazar alışverişlerinde dahi, aldanmamak için, fiyat etiketlerini kontrol etmek ne kadar gerekli ise; üzerinden kazanç sağlanması düşünülen pay senedini almadan önce hangisinin, nasıl alınacağını planlamasını yapmak doğal, detaylı ve çok önemlidir. Bu alışverişi yapmadan önce piyasada yatırımcı dışında yer alan spekülâtör ve analist kavramlarını da iyi bilmek gerekir.

Bireysel yatırımcıların alım ve satım davranışı sistematiktir³⁶. Yatırımcı alım ve satım davranışları bir paranın iki yüzüne benzetilebilir³⁷. Bireysel yatırımcı davranışı genellikle pek çok araştırmacı tarafından şu şekilde özetlenmektedir: Pay senedi piyasası katılımsızlığı, düşük çeşitlendirme, fazla işlem, yatkinlik etkisi³⁸.

Pay senedi piyasasında çoğu zaman yatırımcılar tarafından, beklentiler alınır; gerçekler satılır. Küçük yatırımcıların en çok yanılgıya düştükleri nokta ise burasıdır. Her pay senedinin karakterinin farklı olduğu ve yatırım yapan her yatırımcının ise ayrı bir kişiliğinin olduğu unutulmamalıdır.

³⁴ Yaşar Erdinç, **Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor**, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2004, s. 6.

³⁵ John M. Griffin, Jeffrey H. Harris, and Selim Topaloglu, "Who Drove and Burst the Tech Bubble?", International Center for Finance at Yale School of Management, Research Paper Series, August 2005, s.29.

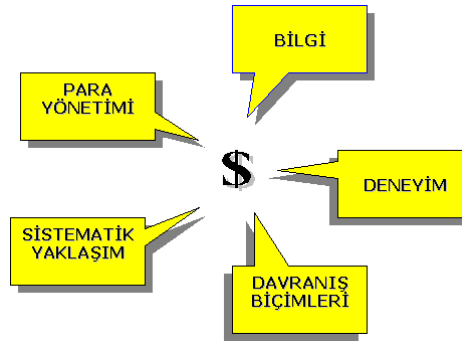
³⁶ Brad Barber, Terrance Odean and Ning Zhu, "Systematic Noise", **San Diego Meetings**, AFA 2004, s.34. (<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Systematic%20Noise/Systematic%20Noise.pdf>)

³⁷ Terry Odean, Ming Huang and Brad Barber, "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", **Berkeley Finance Seminars**, November 2002

³⁸ Nicholas Barberis, "Kahneman and Tversky meet finance: What have we learned?", Invited talk at the Behavioral Decision Research in Management (BDRM) Conference, Los Angeles, June 2006

Bazı yatırımcılar yaradılış olarak riskten kaçarken; bazıları da riski sever. Piyasada aşırı risk alma eğilimi çoğu zaman sıkıntılı sonuçlara yol açarken; riskten kaçınmak da hiçbir getiri sağlamayacaktır. Bireyler hoşlanmadıkları aktif seçimlerden daha çok pasif kalmanın sonuçlarının risklerine yönelmektedir. Örneğin birçok insan görünüşte riske açık olmaktan kaçınmakta buna karşın pasif kalarak daha büyük riskleri taşımayı seçmektedirler³⁹.

Şekil 1.1: Yatırımcıları Piyasada Birbirinden Farklılaştıran Etmenler



Kaynak: www.persembe.com/hadicanim/icindekiler.html

Pay senedi piyasasında kazananlarla kaybedenler arasındaki en ayırıcı özellik bilgidir. Yatırımcı, alım-satımı yapılacak pay senedini, içerisinde bulunduğu piyasa ve işleyişi gibi pek çok unsur hakkında bilgi sahibi olmalıdır. Kulaktan dolma haberlere göre değil derinlemesine yapılmış araştırma ve analizlere önem verilmelidir.

Pay senedi piyasasında deneyim zaman ve çalışma ile kazanılır. Piyasasının değişken yapısı her geçen gün yatırımcıya ayrı bir deneyim yaşatırken; başarılı olmak için yatırımcı da bunu analiz yöntemleri ve araştırmaları ile desteklemelidir.

Piyasada yatırımcının sermaye yönetimi ve risk yönetimi önemlidir. Piyasada yatırımcıların korkuları, hırsları, heyecanları vs. gibi bireyin kişiliğini etkileyen tüm davranış biçimleri oldukça geniş ve kontrol edilmesi güç bir

³⁹ H. Henry Cao, Han, Bing, Hirshleifer, David A. and Zhang, Harold H., "Fear of the Unknown: Familiarity and Economic Decisions", MPRA Paper from University Library of Munich, April 2007, s.6. (http://mpr.ub.uni-muenchen.de/6512/1/MPRA_paper_6512.pdf)

alanı kapsar. Bu duygular pay senedi piyasasında kazanç sağlamak isteyen yatırımcılar tarafından kontrollü olarak kullanılmalıdır.

Yatırımcı pay senedi piyasasına, sistematik bir yaklaşım ile yatırım yapmak ve önceden plânlanmış, test edilmiş, zorlukları ve zaafı belirlenmiş, sonucu ve ödül miktarı belli bir kurallar dizisiyle yaklaşmaktır. Bu bir alışveriş merkezine, hangi mağazadan, hangi malın hangi fiyattan alınacağını bilerek gitmeye benzemektedir. Bunların hiçbirinin yanıtını verememek, oradan çok daha geç ve çok daha pahalıya çıkmak demektir. Sistematik yaklaşım ile yatırımcı önceden test edip nasıl sonuçlar alabileceğini bildiği için zaten kötü bir sistem kullanılmayacaktır. Yatırım kararlarına duygular ve ani kararlarla değil; bu kurallar dizisi ile yön verildiğinde yanlış davranış biçimlerinin ön plâna çıkması engellenmektedir⁴⁰.

Örneğin, bir pay senedinde 6,5 TL'den uzun pozisyona giren yatırımcı, fiyatlar 8,45 TL'den çıktığında sermayesiyle orantılı olarak % 30 kar edecektir. Bu durumda yatırımcı, insan doğası gereği, karını görmekle birlikte, grafiğe bakarak neden fiyat ertesi gün veya bir kaç gün sonra 10 TL seviyesine çıkmasını diye düşünebilir. Çünkü böylece karı % 30 yerine % 54 olabilecektir. Belkide fiyat ertesi gün yükselecek ve 9000 seviyesine, yatırımcının beklentisinin hemen gerisine, çıkacaktır. Fakat aşırı alımdan dolayı çıkış zayıflar ve gerileyerek 8,45 seviyesinde kapanış yapar. Yatırımcı mutsuzdur. Çünkü son fiyat, yeni beklentisini karşılamamıştır. Dolayısı ile umudunu ertesi güne taşır. Kapanıştan sonra piyasaya kötü haberler gelir ve fiyat boşluk yaparak ertesi gün 7 TL seviyesinin altında açılır. Yatırımcı hala beklentisini telafi edecek düşünceler içerisinde gün içerisinde fiyatın yükseleceğini düşünür. Oysa fiyat düşmeye devam eder ve artık umutları terk edip, 6,5 TL seviyesinde pay senedinden ayrılma telaşına düşülür. Fakat bu durumda da piyasa aşırı satıştıdır ve sonraki bir kaç gün toparlanıp 10 TLseviyesini geçer. Fakat yatırımcı, üstelik komisyon ve diğer maliyetler hariç, kâr etmeden, pay dışı kalmıştır. Bu senaryo pay senetleri piyasasında sık sık yaşanmaktadır. Bu durumda en iyi alternatif fiyat dalgalanmaları göz önünde tutularak yapılan daha bilimsel hedef seçimidir. Payın içinde bulunduğu fiyat dalgalanmaları ve

⁴⁰ Grajam, Benjamin, “**Akıllı Yatırımcı: Bir Pratik Öneriler Kitabı**”, çev.Ali Perşembe, İstanbul: Scala Yayıncılık, 1999, s.32

yakın zaman içerisinde bulunduğu piyasa şekli gözetilerek daha dinamik bir yaklaşım geliştirilebilir⁴¹.

Yatırıma başlamadan önce; yatırımcı plan tasarımı yapmalıdır. Yapılan bu plan, çelişkili al-sat sinyalleri ya da beklenmedik piyasa gelişmelerinin gözlemlendiği durumlarda kararsızlığı ortadan kaldırmalıdır. Yatırımcıya kazanç ve kayıp durumlarında ne yapılması gerektiğine ilişkin fikir vermelidir. Böyle bir planın yapılabilmesi için aşağıdakileri sağlamalıdır⁴²:

- Yatırımcı, piyasaya girmeden önce beklentileri konusunda gerçekçi olmalıdır.
- Yatırımcı güçlü ve zayıf yönlerini saptamalı ve kendine özgü bir sistem geliştirmelidir. Örneğin, matematik konularında iyi olduğunu düşünüyorsa stokastik gibi; soyut düşünen bir yapıya sahipse formasyonlar ve grafikler gibi veya yaratıcı bir kişiliğe sahipse temel ve teknik analizler gibi konularda araştırmalar yapmalıdır. Burada unutulmaması gereken nokta, en iyi sistemi değil; düşünce ve davranışlara en uygun olan sistemi oluşturmaktır.
- Asıl önemli olanın getiri elde etmek değil; kazanılan getiriyi yönetmek olduğu göz önüne alınarak; oluşturulan sistemin bu düşünceye uyarlanması gerekmektedir.
- Yatırımcı pozisyon almadan önce, ne kadar zarara katlanabileceği konusunda kararlı olmalıdır. Ayrıca, piyasadaki pay senetlerinin risk profillerinin analiz edilmesi de piyasada sürprizlerle karşılaşılması açısından önemlidir.
- Yatırımcı, piyasada hata yapabileceğini ve zarar edebileceğini kabul etmeli ve bunlardan ders almalıdır.
- Yatırımcı piyasayı değerlendirirken, temel verileri dikkate alırken piyasadaki yatırımcıların davranış ve eğilimlerini de yansıtmamalıdır.

Genelde pozisyon alan yatırımcılar piyasanın nereye gideceği konusunda taraflıdır. Örneğin; satın aldıkları pay senedi ile ilgili tüm olumlu haberleri değerlendirirken; olumsuz haberleri ise önemsiz görmektedirler. Bu

⁴¹ http://geocities.com/tradeborsa/analiz/makale2_trader.html

⁴² <http://geocities.com/ohakano/kahin/yatirimcipsikolojisi.html>

davranış yatırım dünyasında tehlikeli ve akıllı olmayan bir davranış biçimidir. Yatırımcı tarafsız, önyargısız ve bilgili oldukça pozisyon almakta ve kapatmakta o kadar sağlıklı karar verecektir.

Uzun ya da kısa herhangi bir pozisyondan çıkmak yeni bir pozisyon almaktan çok daha güçtür. Ancak yatırımcının bu noktada unutmaması gereken; perspektifinin piyasaya uygun olması gerektiğidir. Özellikle zararlı bir pozisyondan çıkma gereği çok önemlidir. Çünkü zarara fazla tolerans iflasa neden olmaktadır.

Erich Kirchler, Boris Maciejovsky ve Martin Weber tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada 64 denek kullanılmış ve yatırımcıların piyasada karar alırken önemsiz bilgilerin de etkisinde kaldıkları görülmüştür. Çalışmada, yatırımcılar özellikli eğilimlerini kullanmaları için teşvik edilmiştir. Katılımcılardan kazanç sağlayanların, kayba uğrayanlardan çok daha hızlı varlıklarını sattıkları görülmüştür. Ayrıca çalışmada, iyimser deneklerin varlıklarını kötümser deneklere göre daha geç sattıkları saptanmıştır⁴³.

Başarılı bir yatırımcı olmak için tarafsız, önyargısız olmak; zamanında gerekli pozisyonu almanın yanında; yatırımcının beklentilerini de önceden saptamasını gerektirir. Örneğin, riske girmeden önce bir başkasının satmak istediği pay senedini neden almak istendiği iyice araştırılmalıdır.

Yatırımcılar çoğu zaman etkin portföyler oluşturamazlar ancak; birçok bireysel yatırımcı, yaşadığı deneyimlerden yola çıkarak, meydana gelebilecek ekonomik değişimleri göz önüne almış ve portföylerdeki belirsizliği yüksek ancak getirisi de yüksek pay senetleri azaltmıştır⁴⁴. Başarılı bir yatırımcı, herhangi bir fırsat çok çekici görünse bile; parasının tamamını yatırmayıdır. Çünkü bir pay senedi portföyünde risk pek çok pay senedine dağıtılarak azaltılmalıdır.

⁴³ Erich Kirchler, Boris Maciejovsky ve Martin Weber, "Framing Effects, Selective Information and Market Behavior- An Experimental Analysis", Working Paper, University of Vienna, 2004, s.1.

⁴⁴ Malena Johnsson, Henrik Lindblom ve Peter Platan, "Behavioral Finance-And the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble at the End of the 1990s", (Master Thesis, School of Economics and Management, Lund University, 2002), s. 67

Yatırımcıların zaman zaman etkili portföy oluşturmada başarısız olduklarına yönelik kanıtlar ve çeşitli deneysel çalışmalar portföy dağıtımlarını incelemiştir. İki riskli varlık ve/veya bir risksiz varlık olduğunda getirilerin normal dağıtıldığı saptanmıştır. Ancak, bireylerin genellikle sermayesini örneğin iki fona dağıttığı, zarar verecek şekilde etkili olmayan portföyler oluşturduğu görülmüş; sermayesinin yarısını riskli, yarısını risksiz yatırıma yönlendirmekten kaçındığı saptanmıştır⁴⁵.

Yapılan araştırmalarda yatırımcıların daha yüksek pazarlama gideri olduğunda yatırım fonu almak için daha istekli oldukları; buna karşın operasyonel gideri yüksek olduğunda ise yatırım fonu almaya daha az istekli oldukları saptanmıştır⁴⁶.

Yatırımcı sağlam pay senetlerinden oluşmuş bir portföyün sahibi olduğunda; piyasa dalgalanmaları beklentileri ölçüsünde olmalı, aşırı düşüşler veya aşırı yükselişler onu etkilememelidir. Bir pay senedi yükseldi diye satın alınmamalı ve asla düştü diye de satılmamalıdır.

Yatırımcı, olasılıkların farkında olmalı ve hem finansal hem de psikolojik olarak hazır bulunmalıdır. Yatırımcının amacı, piyasa hareketlerinden yararlanarak; oluşacak ucuz fiyatlardan alım yapmak; yüksek fiyatlardan ise satmak olmalıdır. Ancak yatırımcının dikkat etmesi gereken şudur: Bazen fiyatların ucuzlamasını beklemek, yatırımcının gelir kaybına uğramasına veya diğer yatırım fırsatlarını kaçırmasına neden olabilir. Bu durumda yatırımcının yapması gereken, ya ucuz pay senetlerini aramak ya da tasarrufuna uygun diğer yatırım fırsatlarına yönelik alımlar yapmak olacaktır.

Piyasadaki yatırımcılar çoğu zaman hangi zaman aralığında veya hangi akım içinde bulunduğundan emin olamamakta veya getiri beklentisi piyasanın verebileceği getiri olasılığı ile uyumsuzdur. Yatırımcı önündeki dört gün sonrasında beklediği getiri miktarına ulaşacağını düşünürken; fiyatlardaki

⁴⁵ Kent Daniel, David Hirshleifer and Siew Hong Teoh, "Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications", **Journal of Monetary Economics**, Vol.49, Issue:1, January 2002, ss. 139-209.

⁴⁶ Brad Barber and Lu Zheng, "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows", **Journal of Business**, Vol.78, November 2005, ss. 2095-2120

dalgalanma (volatilite) bir anda artabilir ve dört gün olarak hesapladığı eğilim iki günde tamamlanabilir. Yatırımcı ise, dört güne odaklandığı için kârını iki gün sonunda elde edeceği halde, dört gün geçmesini bekler ve kârının büyük bir bölümünü elinden kaçıır. Bunun nedeni ise akım süresinin kısalmasıdır. Yeni durumda oluşan akım için dört gün çok fazladır. Kişi pozisyon değişikliği için daha uzun süre beklemiştir ve kârının büyükçe bir bölümünden feragat eder. Yatırımcı bazen olayın tersi bir durumla da karşılaşılabilir. Örneğin, dört günlük beklemeden sonra olumsuz düşüncelere kapılıp, pozisyonunu kapatabilir. Küçük bir kâr, küçük bir zarar halinde pay senedinden ayrılabilir. Oysa iki gün sonra pay senedi aniden hareketlenir ve yükselmeye başlar. Bu arada söz konusu yatırımcı çoktan o pay senedinin dışında kalmıştır ve payın fiyatı artsa bile elinde yoktur. Burada önemli olan yatırımcının beklentilerine biçilen zamanla, olayın gerçekleşme zamanı arasındaki uyumsuzluktur. Borsa kendisini tüm yatırımcılarına göre ayrı ayrı uyduramayacağı için, yatırımcıların belli bir esneklik örneği sergileyerek pay senedi piyasasında gerçekleştirebilecek olası hareketlere karşı daha toleranslı davranmaları için doğası gereğidir. Kişinin belli bir hedefe kilitlenmesini önleyerek algıda seçicilik fenomeni karşısında daha sağlam durmasında her zaman yarar vardır⁴⁷.

Kazanan ya da kaybeden yatırımcılar incelendiğinde; kazanç ya da kayıpların ardında yatan en baskın etmenin şans, zekâ, analiz yeteneği, deneyim değil; yatırımcının davranış biçimleri olduğu görülmektedir. Buna en iyi örnek; sessiz sedasız multi milyar dolarlık servetini büyüten ünlü yatırımcı Warren Buffet'tir.

Buffet, yatırımlarını yaparken kendisini bütün benliğiyle, çok geniş bir şirketler yelpazesine sahip olmaya ve yönetmeye adanmıştır. Diğer yatırımcılar sabit sermaye fiyatlama modelleri, beta ve modern portföy kuramları ile çalışırken, Buffet şirketlerin gelir-gider tablolarını, yeni sermaye yatırımı gereksinimlerini ve nakit üretme yeteneklerini incelemiştir. Buffet'e

⁴⁷ http://geocities.com/tradeborsa/analiz/makale2_trade.html

göre bir yatırımcı da iş adamı da şirketlere aynı yerden bakmalıdır. Çünkü ikisinin de amacı kar etmektir⁴⁸.

Ampirik çalışmalar şirketlerin iki şekilde kâr ettiğini göstermektedir: Birincisi fazla bilgilenmemiş yatırımcılara likidite sağlayarak kısa süreli kar sağlamadır. İkincisi ise, başkalarının bilmediği bir bilgiyi ele geçirerek yatırım yapmaktır⁴⁹.

Buffet bir işletmenin yöneticisinin verdiği en önemli kararın, işletme kârlarının nereye yatırılacağı; bir yatırımcının verdiği en önemli kararı ise, tasarruflarını nereye yatıracağı olduğunu düşünmektedir. Buffet, özsermaye getirisi, işletmenin nakit üretme yeteneği, borç seviyesi ve sermaye harcaması gereksinimlerindeki değişimleri yılda bir kez kontrol etmekte; bu ekonomik değişimler iyileşiyorsa, pay senedi fiyatlarının da uzun vadede bu iyileşmeyi yansıtacağını öngörmektedir. Bu sebeple de piyasaya herkesin baktığı yönden bakmayı; pay senedi fiyatlarında kısa vadede neler olup bittiğine önem vermemektedir.

Yatırımlarını denetlemek için fazla zaman harcamayan bir kişi, tuttuğu şirketin pay senetleri başka bir şirket tarafından toplanarak o şirkete sahip olmaya başladığında, pay senedini hiç satmayı düşünmese bile, bu eğilime umursamaz mı yoksa uyanık mı kalır? Mantık bireye bu senetleri satmaya daha yakın olacağını söylese dahi, yapılan araştırmalar %80 bireysel yatırımcıların %80'inin kurumsal yatırımcıların ise %30'unun mantıktan farklı olarak hareketsiz kaldığını göstermektedir.⁵⁰

Buffet'e göre öncelikle başarılı bir yatırımcı olmak için; pay senedi piyasasına bakılmalıdır. Çünkü bu piyasa sürekli değişkenlik içindedir. Bazen ani yükselişler; bazen de ani düşüşler olabilir. Buffet, şirketi seçerken

⁴⁸ Robert G. Hagstrom Jr., "**Buffet Tarzı**", çev. Ali Perşembe, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2000, s. 349

⁴⁹ Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean, "Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?", Working Paper, University of California at Berkeley, October 2006, s.17
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Taiwan%20Performance/Just%20How%20Much%20Do%20Investors%20Lose.pdf>)

⁵⁰ Julia Hanna, "Behavioral Finance - Benefiting from Irrational Investors", Harvard Business School, Research & Ideas, June 2007 (<http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/5648.pdf>)

öncelikle bu şirketin basit ve anlaşılır olması gerektiğini önermektedir. Çünkü nasıl para kazandığı anlaşılmayan bir şirketin geleceği hakkında akıllıca bir tahminde bulunulamaz. Şirketin istikrarlı bir geçmişi olmalı; önemli miktarda kâr üretmiş olmalıdır. Her şirket geçici bir süre kârsız dönemler geçirebilir. Bu durum, şirketi iyi bir fiyattan satın almayı bile sağlayabilir. Önemli olan istikrarlı kârlılık sağlayabilmektir. Bunun yanı sıra Buffet şirket seçiminde; uzun vadede şirketin olumlu bir görünüş sergilemesi, yönetim kalitesi, sermaye getirisi, yüksek kâr marjı, nakit akışları, şirketin değeri ve yatırımcının bu değerden daha düşük bir fiyattan alabilme olanağının var olup olmadığı ile ilgilenmektedir. Buffet, bir şirketler portföyü yaratmak gerektiğini savunur. Yatırımcının kendisini bir pay senedi kiralayıcısı olarak değil, bir şirket sahibi olarak görmesini önerir. Buffet'ın pay senedi piyasasında "başarılı" olarak kabul edilmiş bir yatırımcı olmasının en büyük nedeni, piyasada kazanmanın ya da kaybetmenin arkasında yatan en büyük etkinin yatırımcı davranışları olduğunu kabul etmesi, kendine ve kişiliğine uygun oluşturduğu bir sistem çerçevesinde hareket etmesidir⁵¹.

1.5. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCI TÜRLERİ

Pay senedi piyasasında yer alan yatırımcı türlerini şu üç kapsamda ele almak doğru olacaktır:

- Piyasaya Bakış Açısı Göre
- Riske Bakış Açısına Göre
- Piyasadaki Amacına Göre

Aşağıda bu kapsamda yatırımcı türleri ve bu yatırımcıların piyasadaki davranışları ayrıntılı olarak incelenmiştir.

1.5.1. Piyasaya Bakış Açısına Göre

Piyasanın içerisinde bulunduğu trendlere göre yatırımcıların davranışları ve yatırım kararları farklılaşmaktadır.

- Yükselen Piyasadaki Yatırımcılar

⁵¹ Robert G. Hagstrom Jr., a.g.e., s. 351

- Alçalan Piyasadaki Yatırımcılar
- Trende Önem Vermeksizin Sürünün Psikolojisi ile Hareket Eden Yatırımcılar
- Trende Önem Vermeksizin Manipülasyon Ağırlıklı İşlem Yapan Yatırımcılar

1.5.1.1. Yükselen Piyasadaki Yatırımcılar

Pay senedi piyasasında “Boğa”, saldırırken boynuzları ile hedefi yukarı yönde fırlatıp, boynuzunu rakibine karşı aşağıdan yukarıya salladığı için yükselişi temsil eder. Yani boğa, avına veya düşmanına saldırırken, ayının tersine, yukarıyı hedefler. İşte bu yüzden yukarı yönlü piyasalar, “boğa piyasası” olarak anılmaktadır⁵². Bu piyasada yatırım yapan bireyler ise “boğalar” olarak tabir edilmektedir. Aşağı bir piyasa küçük bir yukarıya hareket yaptığında yatırımcılar bunu yükseliş olarak algırlar ve alımlar yoğunlaşır. Ancak, sonrasında, asıl satışlar buradan gelerek boğa tuzağını oluşturmaktadır. Boğa tuzağı; fiyatlar yukarıya doğru önemli bir düzeyin üstüne doğru kırıldığında ve ardından alış sinyali geldiğinde oluşan ve daha sonra da rotasını değiştirerek alış sinyali vermekten vazgeçmesi nedeniyle kayıplara sebebiyet veren sinyal tuzağıdır⁵³. Piyasanın zirvesi çekici, dipleri korkutucudur. Herkesin piyasanın yukarı gideceğini söyleyip, pay senedi önerdikleri dönemlerde boğa piyasasının yani yükselen piyasanın sonuna geldiği anlaşılmalıdır. Çünkü piyasadaki yatırımcılar aynı eğilimi göstermeye başladığında piyasa dönecektir. Bu dönemde satış yapmak gerekmektedir. Boğa piyasasında unutulmaması gereken; hızlı yükselişlerin yaşandığı dönemde belli bir seviyeden sonra yatırımcının çıkıp, beklemesi şarttır.

⁵² Can Pamir, “Ayılar, Boğalar ve Kontratlar”, **Bursa Hakimiyet Gazetesi**, Makale: <http://www.bursahakimiyet.com.tr/in.php?is=haber&sec=makale&im=17604&id=51621>

⁵³ Forex Sözlüğü:

http://uzmanforex.com/resource/dict/display_dict.php?page=6&id=505&lang=tr

1.5.1.2. Alçalan Piyasadaki Yatırımcılar

Ana trend olarak alıcıların daha istekli olduğu ve ana trend olarak yükselişi gösteren piyasalardır⁵⁴. Pay senedi piyasasında “Ayı”, pençesini yukarıdan aşağıya vurduğu için düşüşü temsil eder. Bu nedenle alçalan piyasaya “ayı piyasası” denmektedir. Bu piyasada yatırım yapan bireyler ise “ayılar” olarak tabir edilmektedir. Düşen piyasanın, önce dip yapmış ve yukarı dönüyormuş gibi yaparak hızla düşüş trendine geri dönmesi ayı tuzağıdır. Piyasa yukarı giderken, belli bir noktada yaşanan bir düşüş hareketinde yatırımcılar piyasanın döneceği endişesi ile panik halinde satış yapmaya başlayacaklardır. Küçük malları satacak ve ayı tuzağına yakalanacaklardır. Bu tür yatırımcılar önce yoğun satış baskısı ile piyasayı kontrol altına alırlar. Sonrasında ise, piyasada pay senedine ilginin azaldığı ve piyasada yığınlığın başladığı dönemlerde piyasadan çekilirler. Bu tuzaktan kurtulmak için, yukarı yönlü yatay bir formasyonun oluşması gerekmektedir. Bunu sağlayacak şey ise, dışardan gelecek iyi haberlerle sağlanacak para girişinin devam etmesidir⁵⁵.

1.5.1.3. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Sürünün Psikolojisi ile Hareket Eden Yatırımcılar

Piyasa trendine önem vermeksizin sürünün psikolojisi ile hareket eden yatırımcılar hem boğa hem de ayı piyasasında bulunurlar ve piyasada “koyunlar” adını alırlar. Yatırımcılar, ayı ve boğa özelliklerini tamamen davranış psikolojisi ve deneyimiyle kazanırlar. Bunların kurdukları tuzakların hedefi sürü psikolojisi ile hareket eden koyunlardır. Sürü davranışı (herd behaviour) veya sürü psikolojisi, özellikle tehlike anında birlikte aksiyona geçen hayvan sürülerinden ve özellikle koyun sürülerinden esinlenerek ortaya atılmış bir kavramdır. Bu tanımda, insanlar, adeta kör gibi ve bilinçsizce birbirinin arkasından giden koyun sürüsüne benzetilir. Koyun olarak tasvir edilen yatırımcılar, sürekli çarpılanları yani sermaye kaybedenleri anlatan üçüncü bir yatırımcı tipidir. Koyunların en belirgin

⁵⁴ Saime Coşkun, “Hissenizi Korumaya Alın”, **Radikal**, Makale: Ocak 2000
<http://www.radikal.com.tr/2000/01/25/ekonomi/his.shtml>

⁵⁵ Aykut Üreten, “Ayı tuzağı mı?..”, **Dünya Gazetesi**, Makale: Yatırımcı Notları Köşesi
<http://www.dunyagazetesi.com.tr/yazar.asp?authId=73>

özelliği ise, piyasa nereye gidiyorsa kendilerine bir lider tayin ederek onu takip etmeleridir. Doğada rastladığımız sürü davranışı epeyi karmaşıktır ve rasyonel unsurları fazlasıyla içerir. Örneğin, sürü halinde yaşamak hayvanlara tek başına olma haline nazaran ciddi ölçüde güvenlik sağlar. Teker teker her hayvan, sürünün sağladığı emniyet ve korumadan istifade eder. Ayrıca, sürü liderinin doğru karar verdiğine içgüdüsel olarak inanır ki, bu da doğrudur⁵⁶. Teknik analize göre hareket ederler. Teknik analizde trend varsa piyasaya girerler. Bu tür yatırımcılar her zaman sürünün içinde yer almak isterler. “Birileri kaybetmeden, birileri kazanamaz” mantığı ile bakıldığında, her zaman koyunların olması kaçınılmaz bir gerçektir. Özellikle yükseliş döneminde kendisini portföy yöneticisi gibi gören yatırımcılar da koyun tiplmesi içindedirler. Ancak bu tür yatırımcıların ortak özelliği, hiçbirinin kendisini koyun olarak görmemesidir.

Koyunlar her harekette yer almak istediklerinden en çok kaybedenler de onlar olmaktadır. Boğa piyasasındaki yatırımcıların, yani boğaların, piyasayı hafif yukarı çekmesiyle hareket geçen koyunlar belli bir seviyede ayıların pençesine dayanamazlar. Belli bir seviyeden mallarını satarlar ve daha sonra yukarıdan yükselecek beklentisiyle yeniden alım yaparlar. Ve gönüllü olarak tuzağa yakalanırlar. Burada koyunların yapması gereken, ani hareketlerden kaçınmaları ve trendin dönüp dönmediğini takip etmeleridir. Piyasa yükselirken belli bir seviyeden getiri realizasyonu ve günlük al satlardan uzaklaşarak orta ve uzun vadeli yatırım yapılmalıdır⁵⁷.

Yüzlerce yatırımcı incelendikten sonra yatırımcıların yeniden alım yapmalarının iki önemli nedeni vardır. Bunlardan birisi pay senedinin daha önce getiri için satılmış olması veya son satıldıktan sonra değer kaybetmiş olmasıdır⁵⁸.

⁵⁶ Sami Uslu, “ Borsa ve Sürü Davranışı”, **Zaman Gazetesi**, Makale: Ekim 2007, (<http://www.zaman.com.tr/yazar.do?yazino=607442>)

⁵⁷ Murat Özkaya, “Borsanın Klasik İki Kahramanı: Ayı ve Boğa”, **Borsa Gündem**, Makale: 2006. (<http://www.borsagundem.com/html/haberdetay.asp?id=5077>)

⁵⁸ Terrance Odean, Brad Barber and Ning Zhu, **a.g.e.**, s. 34.

1.5.1.4. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Manipülasyon Ağırlıklı İşlem Yapan Yatırımcılar

Insider ya da manipülasyon ağırlıklı işlem yapanlar 'tilki' kategorisinde yer almaktadırlar. Sadece Türk piyasalarında geçerli olan bu terim az sayıda kurnaz yatırımcıyı temsil eder. Şirket hakkında asılsız haberler ya da şirket içinden sızdırılan bilgiler doğrultusunda hareket eden yatırımcılardır. Genel olarak kendi pozisyonları doğrultusunda piyasaya asılsız haberler yayarlar. Bu tür yatırımcılar kısa süre içinde çok büyük sermayeler kazanabilmektedirler⁵⁹.

1.5.1.5. Piyasa Trendine Önem Vermeksizin Sadece Temel Analizler Doğrultusunda Yatırım Yapan Yatırımcılar

Piyasa trendine önem vermeksizin sadece temel analizler doğrultusunda yatırım yapan yatırımcılar "akıllı sermaye" adını almaktadırlar. Akıllı sermaye, ayı ve boğa olarak tasvir edilen yatırımcı davranışlarının tersine spekülatif hareketlerden kaçınarak sadece temel analizler doğrultusunda yatırım yapan yatırımcıları temsil etmektedir. Herkesin olumsuz olduğu ve bittiği dönemde devreye bu tip yatırımcılar yani akıllı sermayeler girmektedirler. Türk piyasalarına bakıldığında akıllı sermayeyi, yabancı yatırımcı olarak da değerlendirmek mümkündür. Akıllı sermayenin hiçbir zaman kaygısı bulunmamaktadır. Sağlıklı temel analizler yapılarak şirkete bir değer biçmektedirler. Örneğin piyasada 80 milyon dolardan işlem yapılan bir pay senedinin değeri analiz sonucunda 250 milyon dolar olarak çıkabilir. Piyasa ne kadar kötü olursa olsun "akıllı sermaye" yavaş yavaş alım yapmaktadır. Belli bir noktadan sonra bu tür yatırımlar artmaya başlar ve daha sonra teknik analizciler ve boğalar devreye girmeye başlarlar. Ve trend yukarı doğru kıpırdanmaya başlar. O dönem toplama dönemi olarak değerlendirilmektedir. Yukarı trend başlayınca yatırımcı sayısı bir anda hızla artmaya başlamakta ve piyasa daha zirveye ulaşmadan akıllı sermaye elindeki pay senetlerini dağıtmaya başlamaktadır. Bu arada, şirketin değeri 250 milyon dolara ulaşmamış olabilir, ama belli bir seviyeye ulaştıktan sonra pay senedinden çıkılmaya başlanır. Gazetelerde bile borsanın manşetlere taşındığı dönemde

⁵⁹ Murat Özkaya, a.g.k.

akıllı sermayeciler pay senedinden çıkmış olurlar. Bu yatırımcılar, “Piyasalar bitti, artık yükselmez, borsa çok kaybettiriyor” denilen dönemde yavaş yavaş piyasaya girmeye başlamakta ve genel olarak piyasadaki diğer yatırımcıların düşündüklerinin tam tersini yaparak getiri elde etmektedirler⁶⁰.

1.5.2. Riske Bakış Açısına Göre

Piyasada yatırımcılar bilgi, deneyim, kişisel nedenler vb. sebepler ile farklı riskler üstlenmektedir. Bu nedenle de piyasada yer alan yatırımcıların davranış ve yatırım kararlarında farklılaşmalar olmaktadır; farklı yatırımcı tipleri ortaya çıkmaktadır.

- Savunmacı Yatırımcı
- Girişimci Yatırımcı

1.5.2.1. Savunmacı Yatırımcı

Savunmacı (pasif) yatırımcı, güvence arayan ve zahmetten kaçan yatırımcı türü olarak tanımlanmaktadır. Bu tür yatırımcılar; güvenilir, seçimi basit ve yeteri kadar hoşnut edici getiri potansiyeli olan pay senetlerini seçmektedirler. Yatırımcının güvenliği için taleplerindeki bazı değişiklikler ise tamamen rasyoneldir⁶¹.

Savunmacı yatırımcının portföyünün bir kısmını tahvillere kalanını pay senetlerine yatırması doğru olacaktır. Bu paylaştırma da portföy içerisinde pay senetlerinin payı %25'ten az, %75'ten çok olmamalıdır. Piyasanın tehlike sinyalleri vermesi durumunda ise pay senetlerinin payı düşürülmelidir. Bu yatırımcılar için asıl önerilen; %50-%50'lik bir paylaştırmadır. Çünkü bu tür bir paylaştırma, yatırımcıyı pay senetleri piyasasında yaşanan tehlikelere karşı korurken; yükselen piyasada portföyünün sağladığı getirilerden bir yandan memnun olacak, diğer yandan ise ciddi bir düşüşte girişimci yatırımcılardan daha iyi bir durumda olabilecektir. Savunmacı yatırımcı, pay senetlerini seçerken yeni halka açılan pay senetleri alarak ya da iyi tüyoları

⁶⁰ Murat Özkaya, a.g.k.

⁶¹ Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, "The Noise Trader Approach to Finance", **Journal of Economic Perspectives**, Volume:4, Number:2, Spring 1990, s.23.

değerlendirerek değil; uzun faaliyet karlılığına ve kuvvetli mali yapı geçmişine sahip olan önemli şirketlerden oluşan bir pay senedi portföyü oluşturmalıdır.

Savunmacı yatırımcı, kendi pay senedi portföyünü oluşturmak yerine yerleşmiş, sağlam yatırım fonlarının aldığı pay senetleri almaktadır. Buna ek olarak, vakıf ve bankalar tarafından işletilen “vakıf fonları” ve “bileşik fonlar” da kullanılabilir. Elinde büyük tutarda para olanlar, tanınmış yatırım danışmanlığı işletmelerine başvurabilir. Bu tercihler, kişinin yatırım programına standart bir çizgide profesyonel bir yönetim kazandıracaktır. Savunmacı yatırımcılar, pay senetlerine basitçe her ay veya her üç ayda bir aynı tutarda paranın yatırıldığı “dolar maliyeti ortalaması” uygulaması kullanılabilir. Böylelikle piyasa düşüken, yüksek olduğu döneme göre daha fazla pay senedi alımı yapılabilir ve portföyün toplam birim fiyatı daha memnun edici bir seviyeye gelebilir⁶².

1.5.2.2. Saldırgan/Atak Yatırımcı

Saldırgan yatırımcı, diğer yatırımcılara göre gelir beklentisi daha yüksek olan bir yatırımcı türüdür. Bu tür yatırımcı dikkat ve çabasını, sıradan sonuçlardan biraz daha iyisini yapmaya harcamaktadırlar. Bu yatırımcı türünün menkul varlık değerleri hakkında, menkul varlık faaliyetlerini bir ana iş kolu olarak görecektir şekilde bilgi olmalıdır. Bu sebeple menkul kıymet sahiplerinin çoğu savunmacı sınıfı seçerler. Çünkü yatırım yapmayı bir iş kolu haline getirecek zamanları, kararlılıkları ve zihinsel malzemeleri bulunmamaktadır.

Agresif yatırımcı portföyünü oluştururken, savunmacı yatırımcı ile aynı temelden başlamalıdır. Fonlarını yüksek kaliteli tahvillere, makul fiyatlarda alınmış pay senetleri arasında paylaşmalıdır.

Pay senetleri alanında, girişimci yatırımcının faaliyetleri şu dört başlık altında toplanabilir⁶³:

⁶² Benjamin Grajam, çev.Ali Perşembe, **a.g.e.**, s.26

⁶³ Benjamin Grajam, **a.g.e.**, s.80.

1. Düşük piyasalardan alıp, yüksek piyasalarda satmak
2. Dikkatlice seçilmiş büyüme hisselerini almak
3. Çeşitli türlerdeki ucuz pay senetlerini almak
4. “Özel durumlarda” almak

Burada en önemli koşul, girişimci yatırımcının geçici olarak gözden düşmüş büyük şirketlere odaklanmasıdır. Bunun iki önemli avantajı vardır. Birincisi; büyük şirketler bu zor zamanlarını atlatarak, tekrar memnun edici karlılık seviyelerine çıkartacak beyin gücü ve sermaye kaynaklarına sahiptirler. İkincisi ise; piyasa büyük bir olasılıkla görülecek bir iyileşmeye makul bir hızla cevap verecektir.

Girişimci yatırımcının pay senetleri alanında bir diğer faaliyeti de; ucuz pay senetlerini almak olması gerektiği belirtilmişti. Kelepir bir kâğıt, gerçek değerinin çok altında işlem gören bir kâğıt demektir. Bu pay senetleri alıştan hemen sonra çıkış başlamaz ise ve bu çeşit pay senetlerinden çeşitli türlerdeki toplanarak bir portföy oluşturulur ise risk azalacak ve bu tür pay senetleri girişimci yatırımcıya kazanç sağlayacaktır. Piyasa en düşük seviyeye geldiğinde, bu standartlarla ölçülen pay senetlerinin çoğu ucuz hale gelmektedir.

Girişimci yatırımcı için, “özel durumlarda almak” da piyasada yapması gereken bir faaliyettir. Özel durumların en yaygın türleri, büyük şirketlerin küçük şirketleri satın almalarından doğmuştur. Özel durumlardan faydalanma, alışlagelenden değişik ve teknik bir yatırım olduğu için; girişimci yatırımcılar arasında küçük bir yüzde bu tür bir faaliyette bulunacaktır.

1.5.3. Piyasadaki Amaçlarına Göre

Piyasada yatırımcılar getiri elde etmek, itibarını arttırmak vb. sebepler farklı amalar ile pay senedi piyasasına yatırım yapmaktadırlar. Bu nedenle de piyasada yer alan yatırımcıların davranış ve yatırım kararlarında farklılaşmalar olmaktadır; farklı yatırımcı tipleri ortaya çıkmaktadır.

- Galipler

- Faydacılar

1.5.3.1. Galipler

Galipler; pay senedi piyasasına getiri elde etmek için girmişlerdir. Başarılı yatırım yapmanın gerektirdiği becerilere sahiptirler ve iyi bilgilendirilmişlerdir. Başkalarından daha iyi pay senedi, daha iyi portföy seçmektedirler. Zamanlamaları daha iyidir, daha iyi pazarlık yaparlar, daha iyi hazırlanmışlardır, daha hızlı davranırlar, işlerine daha fazla dikkat verip daha iyi konsantre olurlar ve eldeki bilgiyi daha etkili bir şekilde kullanmasını bilirler⁶⁴.

1.5.3.2. Faydacılar

Faydacıların pay senedi piyasalarındaki asıl amacı, kâr etmek değildir. Kâr etmek onlar için ek bir tatmindir ancak, piyasalarda alıp satmanın verdiği heyecan ve eğlence daha önemli olmaktadır. Bu tür yatırımcılar piyasada genellikle para kaybetmektedirler. Çünkü grafiklerin arkasındaki gizem, uzak olsa da kâr olasılığının varlığı, çabuk zengin olma hayali gibi romantik fantezilerin cazibesi çok ağırdır. Kaybetmeye başladıklarında pozisyonlarını açık bırakıp gözlerini kaparlar ve yakalandıkları kapanın kısılcacının mucizevî bir şekilde açılacağını umut etmektedirler. Ancak galiplerin böyle romantik amaçları yoktur. Heyecan ve eğlence, oynadıkları o sıkıcı (disiplinli) oyunun bir parçası değildir. Onlar zengin olmak ve bu işin nasıl yapılacağını bildikleri için pay senedi piyasasına yatırım yapmaktadırlar. Kendi başarılarına hayranlık duymamakta, yöntemlerinin sırlarını başkalarıyla paylaşmamaktadırlar ve metodik yaklaşımları boyanın kurummasını seyretmek kadar sıkıcıdır. Sonuçta yaşamları, sorgulanmadan emrine uyulacak o sinyali bekleme yavanlığına indirgenmiştir. Piyasadaki büyük çoğunluk ise başarılı yatırım yapmak için gereken beceri, bilgi ve kaynaklardan yoksundurlar ve sağduyusuz davranmaktadırlar. Devamlı kaybederler ve

⁶⁴Ali Perşembe, "Hisse Senedi Almak", Dünya Gazetesi, Makale: Ağustos 2006, www.persembe.com/futures/raporlar/makale2.html

bunun nedenlerini ya anlayamazlar, ya anlamaya çalışmazlar, ya da anlamayı şuur altında reddetmektedirler⁶⁵.

1.6. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCILARI PAY SENEDİ PİYASASINDA YÖNLENDİREN ETMENLER

Yatırımcıyı pay senedi piyasasında alım ya da satım kararlarında yönlendiren “davranış tabanlı” pek çok etmen vardır. Bunlar yatırımcıyı karar alırken ve karar verdikten sonra etkilemektedir. Bu etmenler yatırımcı tabanlı ve piyasa tabanlı etmenler olarak ayrılabilir. Yatırımcı tabanlı etmenler, yatırım kararını etkileyen ve yatırımcının kişisel, finansal ve çevresel alanına giren, kaynağı yatırımcı ve bulunduğu çevre olan ve hem piyasaya girmeden önce hem de piyasaya girdikten sonra yatırımcıyı yönlendiren etkenleri içermektedir. Piyasa tabanlı etkenler ise; yatırımcının gireceği/girdiği piyasadan kaynaklı olarak meydana gelen çoğunlukla piyasaya girdikten sonra ortaya çıkan etkiler olmaktadır. Aşağıda bu etmenler detaylı olarak incelenmiştir⁶⁶.

1.6.1. Yatırımcı Tabanlı Etmenler

Bireyler kazançlarının tamamını tüketim için kullanmamakta; bir bölümünü tasarruf ve yatırıma yönlendirmektedirler. Buradaki öncelikli amaçları ise; bugünkü yaşam standartlarının üzerinde daha iyi bir yaşam sağlamaktır. Birey bunu yaparken yatırıma yönlendirdiği kazancının herhangi bir zamanda değer kaybına uğramasını istememekte; söz konusu yatırımından devamlı ve yeterli bir miktarda gelir elde etmek istemektedir. Bireyler tasarruflarını söz konusu yatırım araçlarına yönlendirirken yüksek getiri, güven ve likidasyon beklentilerine göre hareket etmektedirler.

Bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarını birtakım sosyo-ekonomik

⁶⁵ Ali Perşembe, a.g.k.

⁶⁶ Bkz. Usul, Hayrettin, İsmail Bekçi ve A.Hüsrev Eroğlu, “Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:19, s.135-150; Canbaş, Serpil ve Serkan Yılmaz Kandır, “Yatırımcı Duyarlılığının IMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi”, (Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005).

etkenler altında alırlar. Bu etkenler yatırımcıyı bazen doğrudan etkilerken bazen de dolaylı olarak etkilerler. Bu etkileşimin şiddeti; kişisel, çevresel ve finansal yapının şekline göre değişmektedir. Bireysel yatırımcıların söz konusu yatırımdan beklentisi de farklılık göstermektedir. Bu da bireyin kültür, eğitim, bilgi ve psikolojik yapısının farklı olmasından kaynaklanır.⁶⁷ Tüm bunlara bağlı olarak da; yatırımcıların pay senetlerine yapacakları yatırımın oranı, süresi, risk alma düzeyi farklı olacaktır.

1.6.1.1. Kişisel Etmenler

Yatırım kararını etkileyen yatırımcı tabanlı etmenlerden olan ve yatırımcının kişisel alanına giren, kaynağı yatırımcı olan ve hem piyasaya girmeden önce hem de piyasaya girdikten sonra yatırımcıyı yönlendiren etkenler şunlardır:

- Bilgi
- Zaman
- Yaş
- Sağlık Durumu
- Beklentisi
- Geliri ve Yaşam Biçimi
- Psikolojik Yapısı
- Cinsiyeti

1.6.1.1.1. Bilgi

Tasarruf sahibinin yatırım kararını etkileyen faktörlerden birisi, bilgisidir. Bireylerin ekonomik konulardaki düşünce ve davranışları eğitim düzeyine ve bilgisine bağlıdır. Birey sahip olduğu bilgiler ölçüsünde yatırım seçeneklerini değerlendirecek; risk ve getiri beklentisine en uygun olan seçeneği bulacaktır. Pay senedi piyasasında yatırım yapmak isteyen bireyin bilgisi tam olmalıdır ya da bir uzmandan yardım almalıdır. Tersine bir durumda zararlar karşılaşılabilmektedir. Bu durum ise, yatırımcının yatırıma yönlendirdiği kazancınla herhangi bir zamanda değer kaybı oluşmaması amacına ulaşamamasına sebep olurken; bir yandan da bu tür yatırımcıların çoğalması piyasanın

⁶⁷Hayrettin Usul, İsmail Bekçi ve A.Hüsrev Eroğlu, **a.g.e.**, ss. 135-150

gidişatını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Gözlemlenen o dur ki; piyasada bilgi seviyesi yetersiz olan yatırımcılar çoğunlukla bir yatırım uzmanından tavsiye almak yerine; piyasadaki diğer yatırımcı eğilimlerine göre hareket etmektedir. Bu sürü davranışı da piyasadaki olumsuz gidişi hızlandırmaktadır.

Davranışsal finansla ilgilenen bazı araştırmacılar, geçersiz bilginin bireyde saklanması konusunun, bireylerin bilgiyi yaymadaki yeteneği ya da kendisinde tutma olarak ayrılması gereğini savunmaktadır⁶⁸.

1.6.1.1.2. Zaman

Pay senetleri piyasası yoğun bir şekilde analiz yapmayı ve stratejiler kurmayı gerektiren bir piyasadır. Bazı tasarruf sahipleri piyasa hakkında yeterince bilgiye sahip olsalar bile; bu analizleri yapacak veya stratejileri belirleyecek zamana sahip olamayabilirler. Bu durumda söz konusu yatırımcılar ya bir uzmandan yardım alacak ya da pay senetleri piyasası gibi izlenmesi gereken piyasalar yerine, izlenmesi gerekmeyen piyasalarda yatırım yapacaktır.

1.6.1.1.3. Yaş

Pay senetleri riskli yatırımlardır. Risk karşılanabildiği ölçüde yatırımın geri dönüşü yüksek olacaktır⁶⁹. Bu anlamda, tasarruf sahibinin yaşı; yapacağı yatırım, üstlenebileceği risk ile gelir beklentisi açısından önem taşımaktadır. Bu ise; bireyin hangi piyasada işlem yapması gerektiğini, yatırım tercihini, ortaya koyacaktır. Örneğin; genç bir tasarruf sahibi, geleceğini garanti altına almak ve sahip olduğu varlıkları arttırmak amacı ile yatırım yapabilir. Bunu yaparken de pay senetleri piyasası gibi değişim ve riske açık bir piyasayı seçebilir. Yaşlı bir yatırımcı ise, elindekileri hemen nakde çevirebilecek bir yatırım aracında veya likit olarak değerlendirmek isteyebilir. Bu tür yatırımcılar zahmetsiz ve riske daha kapalı olan yatırımları tercih ederler.

⁶⁸ David Hirshleifer and Ivo Welch, a.g.k., s. 23.

⁶⁹ Robert J. Shiller, "The Life-Cycle Personal Accounts Proposal for Social Security: An Evaluation", Cowles Foundation Discussion Paper No: 1504, Yale University, Apr 2005, s.21. (<http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/ShillerPersonalAccounts.pdf>)

Genellikle düzenli getiri sağlayan yatırımları seçerler. Riskle mücadele etmeyi sevmezler. Genç yatırımcılar ise; kazancını etkileyecek riskler ile mücadele ederek, yatırımlarını uzun süre elde tutma mücadelesi verebilirler. Finansal getirilerdeki bileşimin risklerini gidermenin yollarını arar ve aynı zamanda bu riskleri değiştirme çabası gösterirler. Yaşlı yatırımcılar, genç yatırımcılara oranla uzun döneme sahip olmadıklarını düşündüklerinden; uzun süreli program yapmazlar. Genç yatırımcılar ise, yaşlı yatırımcılara oranla daha uzun vadeli işlem yapabilirler. Ayrıca pay senetleri piyasası araştırma ve inceleme gerektirdiğinden, yaşlı yatırımcılar bu anlamda genç yatırımcılara oranla daha isteksizdirler.

1.6.1.1.4. Sağlık Durumu

Birikim sahibinin yatırım kararını etkileyen faktörlerden birisi de sağlık durumudur. Çünkü sağlık açısından risk taşıyan bireyler, elindekileri hemen nakde çevirebilecek bir yatırım aracında veya likit olarak değerlendirmek isteyebilir. Ayrıca, pay senedi piyasası gibi hızlı değişim ve ani gerilimler yaşayan piyasalardan uzak durmak isteyebilir.

1.6.1.1.5. Beklentisi

Yatırımcının kararı üzerinde en etkin olan faktör ise beklentisidir. Çünkü yatırım kararına etki eden bütün faktörler yatırımcının beklentisi ile şekillenmektedir. Yatırımcılar istikrarlı bir getiri sağlayan menkul kıymetleri yeğlemektedirler. Pay senedi piyasasında yatırım yapanlar; yatırım yapacakları pay senedinin geçmişteki performansını incelerler ve bunu kendisine gelecekte sağlayacağı gelir beklentileri ile karşılaştırmaktadırlar. Bu sonuç doğrultusunda elde edecekleri ile beklentilerinin örtüşmesi durumunda yatırım kararı vermektedirler.

1.6.1.1.6. Geliri ve Yaşam Biçimi

Birikimcinin yatırımdan beklentisi ve yatırıma ayıracağı fon miktarının belirlenmesinde geliri ve yaşam biçimi belirleyici rol oynamaktadır. Yatırımcının geliri, yaşam biçimini belirlemektedir. Gelir arttıkça yaşam standartları yükselir; gelir düştükçe yaşam standardı düşer. Yatırımcının

yaşam biçimi ve gelirini etkileyen unsur ise, bireyin eğitim seviyesidir. Bireyin eğitimi arttıkça risk alma eğilimi de artacaktır. Tüm bu faktörler ise yatırımcının karar ve davranışlarını etkileyecektir. Gelir durumu yüksek yatırımcılar, riski yüksek pay senetlerine yatırım yapabilecek; kısa vadeli beklentilerini sınırlı tutarak uzun vadede daha fazla gelir getirme özelliğine sahip pay senetlerini tercih edebilecektir.

1.6.1.1.7. Psikolojik Yapı

Bireyler karmaşık bir yapıya sahiptir ve her bireyin değer yargısı, düşüncesi, tutum ve algıları, deneyim ve öğrenme yetenekleri farklıdır. Tüm bu etkenler ise, onun psikolojik yapısını belirler. Bireyin psikolojik varlığından kaynaklanan ve yaşadığı sosyo-kültürel yapıdan etkilenen eksiklik duygusu, gereksinimleridir. Bu gereksinimler ve bunları karşılayıp karşılayamama yetisi ise bireyin önce psikolojik yapısını, ardından yatırım kararlarını etkiler.

Bireyin psikolojik yapısını şekillendiren etkenlerden bir diğeri ise yatırımcının güdüsüdür. Yatırımcının beklentileri ve beklentilerine ulaşmak için gösterecekleri çabaları değerlendirmesi ve bunun neticesinde bu beklentilere ulaşmak için güdülenmesi; yatırıma başlangıçtır.

Bireyin kişilik yapısı da yatırım davranışlarını belirler ve bu yapı süreklidir. Kişilik yapısı ilgi ve eğilimlerin, yetenek ve yönelişlerin karakteristik bütünleşmesidir. Örneğin; yatırımcının kişilik yapısı geçmişe bağlı sonuçlar çıkarıp dersler alan bir yapıda ise; pay senedi piyasasında yapacağı yatırımlarda da bu eğilimini kullanacak ve pay senetlerinin geçmişe ait performansları onun için büyük önem arz edecektir. Bazı yatırımcılar kazanma hırsının verdiği bir hazla daha fazla girişken olup, daha fazla risk alırken; bazıları ise sahip olma dürtüsünün gelişmesi ve elde ettiklerini kaybetme korkusu ile daha az riskli pay senetlerine yatırımı tercih ederler. Karamsar bir yatırımcının ise, bu piyasada kaybetme olasılığı çok büyüktür. Çünkü karamsarlığa kapılan birey kaçıp kurtulmak ister. Bu panik hali ise, yatırımcıya piyasada pek çok hata yaptırabilir. Bu bağlamda, Werner F.M. De Bondt ve Richard Thaler tarafından 1984 yılında yatırımcı davranışlarını

ölçmek amacı ile yapılan bir çalışmada insanların umulmayan ya da dramatik bir haber karşısında olması gerekenden yüksek reaksiyon verdikleri görülmüştür⁷⁰.

1.6.1.1.8. Cinsiyet

Odean ve Barber tarafından 2001 yılında 35,000 yatırımcı üzerinde yapılan bir çalışmada kadın ve erkek yatırımcıların performanslarını ayrı ayrı ölçülmüş ve karşılaştırılmıştır. Ulaştıkları sonuçlara göre erkekler kadınlara göre daha agresif davranmakta ancak daha düşük getiriler elde etmektedirler. Erkekler kadınlardan %45 daha fazla işlem yapmaktadırlar ve bunun sonucunda, hiç işlem yapmasalar elde edecekleri getiriden yıllık %2,65 daha az kazanmaktadırlar. Kadınlar ise daha az işlem yaptıkları için zararları daha küçük olmaktadır (%1,72). Sonuç olarak cinsiyeti ne olursa olsun yatırımcı çok işlem yapmaya yöneldiğinde getirisi düşmektedir. Ancak kadınlar erkeklere göre yıllık %0,94 avantajlı konumdalar.⁷¹

Yapılan araştırmalar göstermiştir ki, erkekler kadınlara oranla daha fazla işlem yapmakta ve yalnızca erkeklere özgü olan olaylarda aşırı güvenli olarak hareket etmektedirler. Yatırım davranışı erkeklere özgü bir olay olarak nitelendirilmekte, dolayısı ile yatırım davranışında erkeklerin kadınlara oranla daha fazla aşırı güvenli hareket etmektedir.

Yatırımcının psikolojik yapısı onun değer yargıları ve tutumları yatırım kararını etkilemektedir. Yatırımcının kişilik yapısı, alacağı yatırım kararlarında oldukça etkilidir. Kadınların rasyonel davranması ve riskten kaçınma eğilimleri yatırım kararlarında da etkili olmakta ve bu alanda kadınlar erkeklere oranla daha başarılı gözükmektedir.

Jülide Kesken'in 2001 yılında California, Davis Üniversitesi'nde gerçekleştirdiği bir incelemeye göre, tıpkı Odean ve Barber'ın çalışmalarında

⁷⁰ Werner F.M. De Bondt ve Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?, **Journal of Finance**, Vol. 40, Issue:3, July 1985, s. 804.

⁷¹ Bkz: Brad Barber and T.Odean, "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", **Quarterly Journal of Economics**, February 2001, Vol. 116, No. 1, ss. 261-292

olduğu gibi, erkekler yatırım yapmakta kendinden emin davranmaları ve pay senetleri alım satımını daha çok gerçekleştirmeleri dolayısıyla, kazançlarını azaltarak ortalamanın altında gelir elde etmektedirler.⁷²

Kadın davranışları ve yatırım kararları çerçevesinde bulgular kadınların rasyonel yatırım kararlarını erkeklere göre daha fazla aldıklarını göstermektedir.

1.6.1.2. Finansal Etmenler

Yatırım kararını etkileyen yatırımcı tabanlı etmenlerden olan ve yatırımcının finansal alanına giren, hem piyasaya girmeden önce hem de piyasaya girdikten sonra yatırımcıyı yönlendiren etkenler şunlardır:

- Sermayeyi Koruma İsteği
- Değer Artışı Sağlama İsteği
- Devamlı Gelir İsteği

1.6.1.2.1. Sermayeyi Koruma İsteği

Pay senetleri piyasasına yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri, sürekli enflasyonun olduğu ortamlarda yatırım yapmamayı tercih edebilir. Çünkü enflasyonla birlikte artan faiz oranları pay senedi fiyatının gerçek değerinin düşmesine sebep olur. Yani faiz oranındaki değişmeler ile pay senedi getirileri arasındaki ilişki ters yönlüdür. Faizlerin arttığı bir ortamda yatırımcılar mevcut sermayelerini korumak için faiz kazancı elde edebilecekleri yatırım araçlarına yönelebilirler. Bu anlamda yatırımcı açısından ekonomik eğilimler oldukça önemlidir. Çünkü yatırımcı enflasyondan korunarak sermayesini koruma amacı ile yatırım yapacaktır.

1.6.1.2.2. Değer Artışı Sağlama İsteği

Bireyler yatırımlarından enflasyonun üzerinde değer artışı ve gelir sağlamak istemektedirler. Bu sebeple yatırım yaparken bu durumu göz önüne almaktadırlar.

⁷² Bkz: Jülide Kesken, **a.g.e.**, s.3-4.

1.6.1.2.3. Devamlı Gelir İsteği

Devamlı, belirli bir gelir ve güvence arayan bireyler daha çok pay senedi piyasası dışındaki sabit getirili menkul değerler gibi finansal araçlara yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Çünkü pay senedi yatırımlarından elde edilecek kazanç piyasa koşullarına göre gün gün değişebilmektedir.

1.6.1.3. Çevresel Etmenler

Yatırım kararını etkileyen yatırımcı tabanlı etmenlerden olan ve yatırımcının finansal alanına giren, hem piyasaya girmeden önce hem de piyasaya girdikten sonra yatırımcıyı yönlendiren etkenler şunlardır:

- Sosyal ve Kültürel Durum
- Referans Grubu
- Aile Grubu

1.6.1.3.1. Sosyal ve Kültürel Durum

Bireyin sosyal ve kültürel durumu karar verme sürecini büyük ölçüde etkilemektedir. Örneğin; eğitim durumu yüksek olan bir kişi; pay senedi piyasasında yatırım yaparken inceleyip, analizler yaparak yatırım yapacağı pay senedini belirleyecektir.

Bireyin kültürel durumu büyük ölçüde içinde yaşadığı topluluğun tutum ve düşünceleri ile şekillenecektir. Örneğin, devamlı, belirli bir gelir ve güvence amacı ile birikimlerini yönlendiren bir topluluk içerisinde yaşayan birey; riske çekince yaklaşacak ve büyük ölçüde ise pay senedi piyasasına yatırım yapmaktan kaçınacaktır.

Almanya'da 6500 kişinin katıldığı 35 üniversitenin işbirliği ile Bonn ve Heidelberg Üniversiteleri'nin öncülüğünde yürütölen bir araştırmada üniversitelerin çeşitli bölümlerinde okuyan deneklere 11 bin Euro'luk sanal sermaye verilmiş ve seçim yapmaları istenmiştir. Oyuncular sanal A ve B pay senetleri arasında seçim yapmak zorundaydılar. Bu pay senetlerinden sadece biri kazandırmaktadır. İsteyen, pay senedi almadan önce yatırım

danışmanlarından yardım alabilmektedir. Oyuncular diğer yarışanların hangi pay senetlerine yatırım yaptıklarını izleyebilmektedirler. Alınan sonuçlarda; psikoloji okuyan yatırımcıların yüzde sekiz getiri ettiği ortaya çıkmıştır. Ekonomistler ve fizikçiler ise sadece üçte biri kadar kazanmıştır. İşletmeciler ve matematikçiler ise iki grubun arasında yer almıştır. Araştırmaya katılan sanal yatırımcıların tüm hareketlerini izleyen ve analiz eden yatırım uzmanları, psikologların başarısının sırrını şöyle özetlemiştir: “Ani değer kazanan pay senetlerinden uzak durmuşlar; trendin tersine alım yapmışlardır. Ani gelişmeler karşısında heyecana kapılmayıp mesafeli duranlar, içgüdülerini dinleyerek kazanmışlardır. Bu her yatırımcı için geçerlidir”⁷³

Bu örnekten de anlaşıldığı gibi kişinin aldığı eğitim ve kültürel yapısı, kararlarını büyük ölçüde etkilemekte, getiri ve kayıplarla neden olmaktadır.

1.6.1.3.2. Referans Grup

Bireyin düşünce ve eylemlerine rehber olan; davranış ve tutumlarını değiştiren insan topluluğu bireyin referans grubunu oluşturur. Bu anlamda birey yatırım kararını alırken bu grubun etkisi altında kalır. Örneğin bireylerin birçoğu pay senedi piyasasında kendisinden daha eski ve tecrübeli olan kişilerin önerileri doğrultusunda karar vermektedirler.

1.6.1.3.3. Grup-Aile

Birikim sahibi, bir grup ya da aile içerisinde yaşadığından dolayı alacağı kararlarda da grup veya ailenin etkisi söz konusu olabilecektir. Özellikle birey, bir konu hakkında kararsız kaldığında ya da yanlış karar alma eğiliminde olduğunda, grup veya ailenin onayına gereksinim duyar. Alınacak kararlarda grubun etkisi seans salonlarında sıkça görülmektedir. Yatırım yapmaya karar verdiğinde, grup içerisindeki bireylerin yatırım yapmama yönündeki kararlarının etkisinde kalarak sürü psikolojisinin etkisi ile kararını değiştirebilmektedir.

⁷³ Arzu Çakır, “Borsada Psikologlar Ekonomistleri Solladı”, **Hürriyet**, 15 Nisan 2006

1.6.2. Piyasa Tabanlı Etmenler

Yatırımcıyı pay senedi piyasasında alım ya da satım kararlarında yönlendiren, davranış tabanlı, pek çok etmen vardır. Bunlardan piyasa tabanlı etkenler, yatırımcının gireceği/girdiği piyasadan kaynaklı olarak meydana gelen ve çoğunlukla piyasaya girdikten sonra ortaya çıkan etkiler olmaktadır. Bu etkenler şunlardır:

- İstatistiksel Veriler
- Riskli ve Belirsiz Ortamlar
- Piyasanın İçinde Bulunduğu Trendler
- Borsa Dedikoduları
- Pay Senedinin Markalaşması
- Borsada Umut Kavramı
- Analist Psikolojisi
- Yatırımcıyı Bilgilendirme Sistemi'nin Etkisi
- Aşırı Güven
- Likidite İhtiyacı
- Piyasaya Miyoptik Bakış Açısı

1.6.2.1. İstatistiksel Veriler

Yatırımcılar karar verirken geçmiş istatistiklerden faydalanırlar. Bunlar uzun zaman aralıkları ile oluşan belirli fiyat kalıplarını yansıttıkları için değişimleri oldukça zordur. Ancak, "İMKB'nin beklenen getirisinin sifıra yakın olması", "standart sapmasınının 7,5 civarında olması" gibi veriler çoğu yatırımcı için bir şey ifade etmemektedir. Çünkü yatırımcıların birçoğu bu istatistik dilini yorumlayacak bilgiye sahip değildir. Piyasadaki yorumcuların "%20 ihtimalle borsa %10'a kadar düşebilir ya da %15'e çıkabilir" uyarısı gibi piyasada bilgisi kıt olan yatırımcılar açısından böylesine geniş bir aralık, kararlarda yol gösterici olamayabilir. Çünkü piyasada yatırımcıların büyük bir kısmının yorum bilgisine sahip olmadığı açıktır. Bu ise yatırımcının kararını etkileyecektir.

Yatırımcıların gelecekle ilgili tahminlerinde, ortaya koydukları tahminin kanıtları ile daha çok uğraştıkları, oysa istatistiksel verilere daha az yer verdikleri görülmüştür⁷⁴.

1.6.2.3. Riskli ve Belirsiz Ortamlar

Risk ve belirsizlik kavramları sık sık birbirine karıştırılan iki kavram olmasına rağmen, aralarındaki fark oldukça belirgindir. Risk kavramı geçmişe dönük, belirsizlik kavramı ise gelecekle ilgilidir. Pay senedi piyasalarında geçmişe dönük veriler riski ölçmeyi sağlar. Buna karşın, belirsizlik olasılıklara göre düşünmeyi gerektirdiğinden ölçümü oldukça zordur. Çoğu zaman piyasada belirsizliğin giderilebilmesi için de tıpkı riskte olduğu gibi geçmiş verilerden de yararlanılabilmektedir. Yatırımcıların çoğu olaylar yaşanmadan bunları düşünerek karar verememektedirler. Çünkü gelecek ile ilgili yaşanabilecek pek çok senaryo vardır. Bu sebeple amatör ya da profesyonel pek çok yatırımcı, yüksek belirsizlik ortamlarında piyasada hareketsiz kalmayı yeğlerler. Bu bekleme ise yatırımcının korku ve endişe duymasına sebep olur ve çoğu zaman belirsizlik durumunun azalmaya başladığı durumlarda, süratle hareket etmeleri gerekirken; nasıl davranacaklarını bu psikoloji içerisinde doğru planlayamadıkları için zarara uğramalarına sebep olabilmektedir. Davranışsal finans, psikoloji ile ekonomiyi bütünleştirmekte ve belirsizlik durumlarında bireyin karar almasında yönlendirici olmaktadır⁷⁵.

Her birey riskini sermaye kaybetme ya da bilinmeyen pay senetlerine yatırım yapma gibi özel terimlerle açıklamaktadır. Kuramsal olarak doğru bir portföy, yatırımcının davranışsal etkenleri eklendikten sonra doğru portföy olmayabilir⁷⁶.

Belirsizlik ortamında karar vermenin en güç yönü, yatırımcının riski hangi oranda ek getiri beklentisi karşılığında üstlenebileceği kararıdır. Bu kararı verebilmek için yatırımcıların bakış açısından yola çıkılmalıdır. Yatırımcı

⁷⁴ Nicholas Barberis, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment", **Journal of Financial Economics**, Vol. 49, February 1997, ss. 307-343

⁷⁵ David E.Adler, "A Behavioral Finance of Coporate Finance", **Comment-Briefs, Strategy+Business Issue: 34, Spring 2004**, ss. 4-5

⁷⁶ Stephan Brown, "Behavioral Considerations in Risk Analysis", **CFA Magazine**, Sept.-Oct. 2003, ss.50-51.

tercihleri incelenmeli, riski sevmeyen (risk karşıtı) ve risk seven (risk yandaşı) yatırımcıların farklı yatırım tercihleri karşısındaki tutumları ele alınmalıdır. Burada tüm yatırımcıların risk karşıtı olduğu ve beklenen getirisi farklılaşmayan ve yüksek getiri sağlayan yatırımları tercih ettikleri varsayılmalıdır. Bu demektir ki, aynı getiri oranları söz konusu olduğunda risk karşıtı yatırımcı daha az riskli yatırımları tercih edecektir⁷⁷.

Yatırımcıların risk yönetimi için piyasada yapması gerekenlerden bazıları şunlardır⁷⁸:

- Riski paylaşmak,
- Riski azaltıcı yöntemlerle riski yumuşatmak,
- Riski dağıtmak (tüm yumurtaları aynı sepete koymamak),
- Riski kuşatmak (piyasa fiyatlarındaki veya oranlarındaki değişiklikler rahatsız edici bir risk gösterirse riski kuşatmak),
- Riske karşı sigortalanmak.

1.6.2.3. Piyasanın İçinde Bulunduğu Eğilimler⁷⁹

Yatırım yapılabilecek en kaliteli pay senetleri bile fiyat dalgalanmalarına maruz kalmaktadır. Akıllı yatırımcılar bu tür dalgalanmalardan zamanlama ve fiyatlama yolu ile faydalanabilirler. Zamanlama yolu; pay senedi piyasası hareketlerini tahmin ederek işlem yapmaktır. Örneğin, piyasanın geleceği yukarı yönde görünüyorsa alım yapıp tutmak; düşüş beklendiğinde ise alım yapmamak ya da satış yapmak olarak gösterilebilir. Fiyatlama yolu ise; bir pay senedini değerinin altına düştüğünde almak; değerinin üzerine çıktığında ise satmak olarak tanımlanmaktadır. Zamanlama, fiyatlama ile birlikte ele alınmalıdır. Çünkü satılan pay senetleri daha önceki satış fiyatının daha düşük fiyatlarında geri alınmadığı sürece yatırımcı için bir getiri yoktur.

Piyasada var olan eğilimler, yükselen ve alçalan olmak üzere ikiye ayrılırlar. Borsa yükselen eğilim ve girdiğinde toplum gelecek için olumlu

⁷⁷ Seda Yalçın, "Menkul Kıymet Yatırımlarında Risk ve Getiri", (Teksir: Yıldız Teknik Üniversitesi, 1998), s.5.

⁷⁸ John Hammond, Ralph N.Keeney ve Howard Raiffa, **Karar Verme Sanatı**, çev. Şebnem Özkan, İstanbul: Beyaz Yayınları, 1998, s. 3.

⁷⁹ Bkz. www.geocities.com/tradeborsa/psiko/psiko_trendpsikolojisi.html ve <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm> 'den derlenmiştir.

düşüncelerden bahsetmeye başlar. Zaman geçip eğilim ilerledikçe derinliği olan daha güçlü ve bilindik pay senetleri değerlenir; o güne kadar işlem bile görmeyen pay senetleri keşfedilmeye başlanır. Ne kadar ucuz kaldıkları konuşulur. Düşük fiyatlı pay senetleri büyük sıçramalarla yükselmeye başlarlar. Uzun bir yükselişten sonra borsa tepe yapmaya hazırlandığında insanlar gelecekte hala umutludurlar. Yükselen eğilim süresinde yaşananlar çoğunluğun olumlu düşünmesini sağlamaktadır. Eğilimin başlarındaki hedefler aşılmış olmasına rağmen fiyatların hala düşük olduğu düşüncesi yaygındır. Pay senedini satanlar, yükselişin devam ettiğini görünce şüpheye düşerler. Yükselen fiyatlardan pay alamadıkları için aralarında pişmanlık duyanlar vardır. Böylece piyasaya tekrar alım dalgası gelir.

Piyasada meydana gelen yüksek getiriler medyanın ilgisini çeker. Büyük getirilerin ön sayfalara çıkması ve borsanın her gün konuşulur olması dikkatleri daha çok çeker. Piyasaya girip girmemekte çekinenler de ikna olmaya başlar. Piyasaya girenlerin sayısı hızla artar. Bu dönemde borsaya kanalize olan sermaye büyüklüğü yeni rekorlara ulaşır.

Aylar süren yükselişe rağmen haberlerin hala olumlu algılanması, fiyatlara kısa sürelerde yeni sıçramalar yaptırır. Ardından başlayan kısa süreli düzeltmelerde satışlar azalır. Kısa süreli gerilemeler önemsenmez. Fiyatın gerilemesi alım için bekleyenleri harekete geçirir. Her yönden alım yönünde öneriler gelmektedir. Bunun en iyi göstergesi ise, yolda taksinin sürücüsünün bile size adıyla pay senedi öneriyor olmasıdır. Herkesin borsada alım için yarıştığı bir dönemde satış yapmaya karar vermek psikolojik olarak oldukça zordur.

Bazıları (profesyoneller) ise, daha önce düşük fiyatlardan topladıkları pay senetlerini dağıtmaya başlarlar. Piyasada zaman zaman çok yoğun satışlara rağmen fiyat hemen toparlanabilmektedir. Alım gücü son aşamaya geldiği için eğilimde değişiklik hemen hissedilmez. Fiyatların, biraz gerilemesi alım için uyarıcı olmaya devam etmektedir. Pay senetleri arasında farklılaşma başlar. Bazı pay senetlerinde tepeler belirginleşmeye başlamıştır. Alımlar

satışlara oranla daha zayıf kaldığı için yükselişler eğilimin sürmesine yetmez. Bazı pay senetleri yükselirken bazı pay senetlerinde yoğun satışlar görülür.

Pay senetlerinin farklı yönlere gitmeye başlaması toplumda görüş ayrılığının işaretidir. Ardından, piyasa dengelenmeye başlar. O güne kadar yükselen trendi devam ettiren alıcıların üstünlüğü azaldıkça düşüş trendine dönen pay senetlerinin sayısında artış görülür.

Satış zamanının geldiğini düşünenlerin sayısı artmaya başlar. Elde edilmiş getiriler, ertelenmiş olan gereksinimler için harcanmaya başlanır. Sermaye, pay senedi piyasasından çıkmaya başlamıştır. Düşen pay senetlerine gelen yeni alıcıların gücü artık önceki fiyat düzeyini aşmaya yetmez. Zararlar başladığı için tedirginlik artar. Gelen haberlerden olumsuz algılananların sayısında artış vardır. Yükselen trendin tepesi tamamlanır. Yükselişe sonradan katılmış pay senetlerinden kaçış hızlandığı için önemli gerilemeler yaşarlar. Piyasa tepe yapmış ve dönüş başlamıştır.

Düşüş trendi başlar. Getiri realizasyonları arttıkça gerileyen fiyatlar, zaman zaman gelen iyi haberlerle alıcıları harekete geçirir. Ama artık alım eğiliminde olanların sayısı fazla değildir. Yükselişler tepkiden öteye geçmez. İşlem hacmi yetersiz kalır. Kısa süren yükselişlerden sonra satışlar yine artar.

Zararda olanlar fiyatın aldıkları seviyeye gelmesini beklemektedirler. Pişmanlık arttığı için yükselen fiyatlarda satıcılar acelecidir. Arada bir gelen olumsuz haberlerin fiyatlar üzerindeki etkisi artmaya başlar. Toplumda karamsarlık yaygınlaşmaya başlamıştır. Zaman zaman panik satışları görülmeye başlanır. Satış baskısı ağırlaşmaya başladığında elinde pay senedi olanlar, iyi haberlere rağmen alıcıların niye gelmediklerini merak etmeye başlarlar. Şüpheler artar. Bazıları pay senedinin gelecekte çok yükseleceğine inanmaya devam eder. Zararına satmayı düşünmez. Hayal kırıklığı içinde uzun vadeli yatırım yaptığını düşünmeye başlar. Ardından ise pay senedi piyasasından uzaklaşır.

1.6.2.4. Borsa Dedikoduları

Pay senedi piyasası yatırımcılarının çoğu için, bu alanda kazanmak tıpkı hayatta kazanmak gibidir. Çünkü bireyler, getiri trendinin yükseliş eğilimine girmiş olmasından kaynaklansa dahi; piyasadaki bu kazancını zekâ ve kişisel yeteneklerinin bir sonucu olarak görürler. Sahip olduklarını düşündükleri bu yeteneklerini diğer bireyler ile paylaşmak isterler. Yatırımcının vermeye başladığı “tüyo”ların etkinliği onun itibarını arttırmaya başladıkça; yatırımcı bu hissini sürekli kılmak için piyasa hakkında daha çok okuyup öğrenmeye başlamaktadır. Kimi zaman bu anlayışın altında, tüyocunun maddi beklentileri de var olabilmektedir⁸⁰. Örneğin “tüyocu” yatırımcılar, kendisinin satmak istediği pay senetlerine talep yaratmak için önerilerde bulunabilmektedir. Bu anlamda piyasada yatırımcılar, tüyolar ile işlem yaptıklarında piyasanın dengelerini değiştirebilmektedirler. Bu ise bazı zamanlarda işlemlerinin kayıpla sonuçlanmasına sebep olabilmektedir.

1.6.2.5. Pay Senedinin Markalaşması

Pay senetleri, yatırımcıların gözünde bir markalaşma süreci yaşamaktadır. Kimi pay senetleri yatırımcının gözünde parlarken; kimi pay senetleri silinip kaybolurlar. Pay senedi fiyatının yükseliş ya da düşüşlerinde yatırımcıda yarattığı heyecan, hırs ve üzüntüler gibi duygusal etmenlerin çoğu yatırımcıyı, bu pay senedi belirli bir imaj ile etkilemesine sebep olmaktadır. Ancak pay senedinin markalaşabilmesi için bu yükseliş ya da düşüşlere ve onların yarattığı duygulara pek çok yatırımcının şahit olması gerekmektedir. Bir pay senedine yatırım yaparken, pay senedinin marka değerinin ne olduğu çok önemlidir.

“Ersu’yu yapanlar şimdi de bu tahtaya girmişler”, “94’teki Denizli gibi gidecekmiş” türü cümleler yatırımcıların geçmiş borsa tecrübelerine referans vermektedir. Bu verilen referanslar, bir çeşit markalaşma olarak da

⁸⁰ Bilgehan Yazıcı, “Havada Uçuşan Tüyolar”, Makale: İstanbul:2002, <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021026.htm>

düşünülmektedir. Denizli hareketi markadır çünkü katılımcısı çoktur, “kamuya mal olmuş” harekettir. Süreç boyunca birçok yatırımcı sermaye kazanmıştır⁸¹.

1.6.2.6. Borsada Umut Kavramı

Bireylerin sahip oldukları beklentiler, “umut” etmelerine sebep olur. Sözelimi borsa ile ilgilenenler ve farklı kişiliklere sahip olsalar bile benzeri beklentiler içerisindedirler. Burada sorulması gereken soru: “Acaba birey beklentilerini hak etmekte midir? Birey beklentileri ölçüsünde ister, yakını, bekler, planlar yapıp geleceği düşler, ancak bu beklentilerine ulaşabilmek için ne kadar çaba harcamaktadır?”

Umut, “başkalarından beklenen iyi şeylerin olması” değildir. Umut, bir kararlılıktır. Umut, bir iradedir. Umut, ne yapacağını bilmektir. Yapması gerekeni nasıl yapacağını düşünmektir. Umut, bir hedefe yönelik donanımını geliştirmektir. Umut, bu donanımı kullanma gücünü artırmaktır. Umut, yapmaktır ve yapacağına inanmaktır⁸². Pay senedi yatırımcısının 2006 yılında 43.050 adet arttığı düşünüldüğünde, bir o kadar da umut ve beklentiden söz edilebilir.⁸³

Pay senedi piyasasında yatırımcılar açısından genellikle görülen manzara; fiyatlar düşerken yükselir umuduyla beklemek, yükselirken de düşer korkusuyla küçük ve nadir olan getiriye alıp pozisyondan ayrılmaktır.

1.6.2.7. Analist Psikolojisi

Profesyonel borsa çalışanları, bir takım analiz yöntemleri kullanarak pay senetlerinin alması gereken değerleri hesaplarlar. Ancak esas olan borsanın fiyat hareketi ve yatırımcılara yaşattığı duygulardır; bunlar ise pay senedi fiyatlarını etkileyip kimi zaman borsa uzmanlarının hesaplarının tam tersinin çıkmasına sebep olurlar.

⁸¹ Bilgehan Yazıcı, “Hisse Senedi Markaları”, Makale: İstanbul:2002, <http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021106.htm>

⁸² Neriman Cahit, “Basit birer dinlenceye dönüştü artık bayramlar...”, **Yeni Düzen Gazetesi**, 06 Şubat 2004

⁸³ Bkz: TSPAKB, Yatırımcı Analizi Raporu, 2005, s.135.

1.6.2.8. Yatırımcıyı Bilgilendirme Sistemi'nin Etkisi

Finansal bilgi sistemi, kıt kaynakların optimum dağılımına ve işletmenin amacına ulaşmasına yardımcı olacak şekilde, kullanıcıların bilinçli yargılarda bulunmasına ve karar vermesine olanak sağlamak üzere belirli bir niceliksel bilgi üreten ve ürettiği bilginin kullanıcılara iletilmesini sağlayan bir sistemdir⁸⁴. Finansal bilgi kullanıcılarının finansal bilgi sisteminden beklentileri farklılık göstermektedir.

Sermaye piyasasındaki iletişimin temel verileri finansal araçlardır. Bir ülkede kamuya duyurulan finansal bilgiler ne kadar zamanlı ve fiyatlara yansıyan bilgi olursa, yatırımcıların piyasaya güvenlerinin o denli artacağı açıktır. Piyasa etkinliğinin artırılması "güven" unsurunun kamu da tam kabul görmesi ile mümkündür.

Davranışsal finans gözünden bakıldığında kamuyu aydınlatma sisteminde de birtakım problemler olduğu düşünülmektedir. Psikolojik ilkeler yatırımcıya bilgi sağlarken bu bilginin kolayca ulaşılabilir ve anlaşılabilir olması gerektiğini söyler. Yatırımcı, yatırım kararlarını alırken kamuya açıklanan bilginin ne anlama geldiğini, bilgi kendisinin anlayabildiği dilden verilirse anlayabilir ve değerlendirebilir. Ancak bu belgelerin çoğu yatırımcının anlayabileceği şekilde yazılmamaktadır. Yatırımcıyı koruma görevi yalnızca yatırımcıya doğru bilgi vermek değildir. Kamuyu aydınlatma ilkelerinin dayandığı temel noktalardan birisi de caydırıcılıktır. Piyasada kurallar koyulduktan sonra, bu kuralların haksız rekabete yol açacak şekilde ihlal edilmesinin de önüne geçilmesi gerekmektedir. Yatırımcının korunması, yatırımcıların piyasanın adil kurallar çerçevesinde işlediğine inanması piyasaya katılım açısından çok önemlidir. Yapılan araştırmalar insanların adil olduğundan şüphe ettikleri oyunlarda kazanacaklarını bilseler bile yer almaktan çekindiklerini ortaya koymuştur. Bir haksızlık algılamasının olduğu durumlarda yatırımcılar piyasadaki çekilecek bu da sermayenin maliyetini

⁸⁴ Hayrettin Usul ve İsmail Bekçi, "Bireysel Yatırımcılar Açısından Finansal Bilgi Sisteminin Sermaye Piyasasında Etkinliğinin Ölçülmesi", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 2, Sayı: 1, ss. 67-78.

arttıracaktır. Davranışçı finans çerçevesinden bakıldığında, piyasada kuralları ihlal edenlerin aşırı güven sorunu yaşadıkları söylenebilir⁸⁵.

Finansal bilgi sisteminin Türkiye’de sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcılar üzerinde etkinliğini ölçen bir araştırmadan çıkan sonuçlarda; bireysel yatırımcıların genel olarak pay senedi satın almadan önce iletişim araçlarında yer alan pay senedi ile ilgili yorum ve aracı kuruluşların önerilerini dikkate almakta olduğu görülmüştür. Ancak yatırımcıların çoğunluğu finansal raporların teknik ve karmaşık olduğu görüşündedirler. Yapılan araştırmada öğrenim düzeyi yükseldikçe bu görüşte azalma olduğu gözlemlenmiştir⁸⁶.

Yatırımcıların doğru ve etkin olarak bilgilendirilmesinin piyasanın etkinliği açısından ne kadar önemli olduğu ortadadır. Bu anlamda, yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketler hakkında bilgilendirilmelerinin yanı sıra; bu bilgilerin de bireylerin anlayabileceği biçimde ve kolay erişilecek şekilde sunulması önemlidir.

1.6.2.9. Aşırı Güven

İnsanların çoğu kendisi için çok iyimserdir ve kendisini diğerlerine göre daha şanslı ve daha zeki hisseder. İyi şeylerin, başka insanlardan daha çok kendi başlarına geleceğini düşünürler. Kendi becerilerini abartırlar, rakiplerinin yaptıklarını küçümserler. Kontrolün kendi ellerinde olduğunu düşünürler. Kendilerini bir geminin kaptanı olarak düşünürken, etraflarında olacak olası bir fırtınanın etkisini unuturlar. Bu aşırı özgüven ise çoğu zaman yatırımcıyı zora sokmaktadır. Yapılan birçok çalışma, yatırımcıların kendilerine aşırı güvenmelerinin uzun vadede varlık fiyatlamada, aşırı işlem hacmi, yüksek volatilité gibi anormalitelere yol açtığını saptanmıştır⁸⁷.

Yaygın kanıtlara göre insanlar değerlendirmelerinde normalden fazla güvene sahiptirler. Öncelikle güven aralıklarını dar tutmaktan uzaktırlar. İkinci

⁸⁵ Yakup Ergincan, “Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle Merkezi Kayıt Sistemi Uygulamaları”, **2005 Geleneksel Finans Sempozyumu Tebliğleri**, İstanbul, 2005

⁸⁶ Hayrettin Usul ve İsmail Bekçi, **a.g.e.**, s.76

⁸⁷ Shimon Kogan, “Distinguishing Bounded Rationality from Overconfidence in Financial Markets--Theory and Experimental Results “, **Berkeley Finance Seminar**, December 2004

olarak, tahmin yaparken ölçmek konusunda zayıf kalmaktadırlar. Bireylerin kesinlikle olacağını düşündükleri olaylar %80 oranında olmakta, kesinlikle olmayacağını düşündükleri olaylar ise %20 oranında gerçekleşmektedirler⁸⁸.

Birçok insan yetenekleri ve beklentileri konusunda gerçekçiliğin dışında pembe bakış açıları sergilemektedir. Yapılan araştırmalarda %90'ının sürücü yeteneği, insanlarla geçinmek ve espri yeteneği konusunda diğerlerine göre daha iyi olduklarını düşündükleri görülmüştür. Ayrıca çoğu işlerin öngörülenden daha çabuk biteceğini düşünmektedir⁸⁹.

Yapılan bir araştırmada, bireylerin belirli bir tarihte borsada endeksin en fazla ne kadar yükseleceğini tahmin etmeleri istenmiştir. Tahminlerinin doğruluğunu savunan %90'lık kesimin; %20'sinin tahminlerinin yanlış çıktığı görülmüştür.

İşlemlerini bilgisayar üzerinden yapan yatırımcıların kendilerine aşırı güvenmeye daha yakın olduğu görülmüştür. Bu yatırımcılar, pay senedi seçimi gibi konularda normalde yaptıklarından daha fazla performans göstereceklerine inanırlar⁹⁰. Online yatırımcıların kendilerine aşırı güvenli olmaları üç nedene bağlanmaktadır: Önyargı, aldatıcı bilgi, aldatıcı kontrol⁹¹.

Aracı kuruluşların ana gelir kaynağı, işlem komisyonlarından oluşmaktadır. Müşterilerine iyi hizmet etmek isteyen kurumlar da onların daha rahat ve daha çok işlem yapabilmeleri için, internet üzerinden işlem, çağrı merkezleri, özel seans odaları gibi her türlü hizmeti sunulmaktadır. Her türlü bilgiye kolayca ulaşım, anında işlem yapabilen yatırımcıların kendilerine olan güvenleri artmaktadır. Bu ise borsada yapacakları işlem sayısını arttırmakta; uzun dönemde getirilerinin azalmasına sebep olmaktadır.

⁸⁸ Nicholas Barberis ve Richard Thaler, **A Survey of Behavioral Finance, Handbook of the Economics of Finance**, Edition 1, Volume 1, Chapter 18, s.1065.

⁸⁹ N.Barberis ve R. Thaler, **a.g.e**, s.1066.

⁹⁰ Brad M. Barber and Terrance Odean, "The Internet and the Investor", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No.1, Winter 2001, s.47.

⁹¹ Brad Barber, "Online Investors: Do the Slow Die First?", **Review of Financial Studies**, Vol. 15, No. 2, March 2002, s.457.

1.6.2.10. Likidite Gereksinimi

Yatırımcı getirisini arttırmak için riske katlanmak isteyebilmektedir. Yatırımcı bu sebeple pozisyon açmanın ve geri satmanın kolay olacağı bir piyasa seçmektedir. Böylelikle ihtiyaç duyduğu an likidite ihtiyacını giderebilmektedirler. Yatırımcı yaş ve sağlık nedenlerinden ötürü de likiditesi yüksek yatırımları tercih edebilirler. Örneğin; Yaşlı bir yatırımcı ya da sağlık açısından risk taşıyan bireyler, elindekileri hemen nakde çevirebilecek bir yatırım aracında veya likit olarak değerlendirmek isteyebilmektedirler. Bu anlamda likidite ihtiyacı bireyin yatırım kararını önemli ölçüde etkilemektedir.

İMKB-30 endeksine dahil olan pay senetleri ise yine daha fazla işlem hacmine sahip oldukları için tercih edilmektedirler. Yatırımcılar, satış düşünerek burada pozisyon açmaktadırlar.

1.6.2.11. Piyasaya Miyoptik Bakış Açısı

Bireyler yatırım kararlarını verirken, uzun vadeli bir bakışla servetlerini arttırma üzerine değil, kısa vadeli bir bakışla hareket etmektedirler. Bu durum riskten kaçınmayı ve kısa vadeli getirileri beraberinde getirmektedir. Oysaki yatırım kararlarını alırken, sadece en etkili ve ilk akla gelen etkenleri değil; olası tüm etkenleri dikkate alacak bir bakış açısı gerekmektedir. Bu sebeple miyop bakış açısı ile kısa vadeli düşünmek karar almayı olumsuz etkilemektedir.

1.6.3. Yatırıma Psikolojik Hazırlanma

Yatırımcıları pay senedi piyasası'nda yönlendiren etmenlerden birisi bireyin psikolojik durumudur. Bu anlamda bireyi yatırım kararı verirken psikolojik olarak şu etmenlerin etkisinde kaldığı saptanmıştır:

- Korku Psikolojisi
- Bilinçaltı
- Duygular

Aşağıda bireyin psikolojisine dayalı olarak yatırım davranışını etkileyen etmenler açıklanmaktadır⁹².

1.6.3.1. Korku Psikolojisi

Belirsizlik ortamı yatırımcıların riskini artırır ve birçok yatırımcı bu riski taşımak istemez. Bu risk, güvensizliği; güvensizlik ise yatırımcılarda korku duygusunu uyandırır. Yatırımcılar uyuyup kâbus görmektense uyanık kalmayı tercih ederler⁹³. Yatırımcı; belirsizlik ortamında korku faktörü arttığı için yüksek getiri elde etmek yerine, savunma ağırlıklı bir portföy kurar. Yatırım yaptığı piyasayı likit, yatırımlarını ise kısa vadeli yapmaktadır. Bu ise piyasanın dengesini etkileyip; piyasada kısa vadeli trendlerin oluşmasına; fiyatlarda ise oynaklığın(volatilité) artmasına sebep olmaktadır.

Yatırımcı, analiz ve strateji yeteneği ne kadar gelişmiş olsa da, piyasa hakkındaki bilgisi ne kadar geniş olsa da, tam sonuç verecek bir yöntemle ulaşamayacaktır. Her geliştirmiş olduğu strateji içerisinde %20-25 hata payı kalacaktır. Bu kalan hata payı ise, yatırımcının piyasada stres, endişe ve panik yaşamasına neden olacaktır. Söz konusu durumun yanı sıra, yatırımcının yaşadığı bu duyguları arttıran bir diğer durum ise, “Yatırım karla mı zararla mı sonuçlanacak?” endişesi taşımasıdır. Yatırımın zararla sonuçlanması durumunda, yatırımcının yaşadığı bu endişe psikolojisi, korkuya dönüşecektir. Bu korku ise yatırımcıyı sürünün kollarına itecek; çoğu zaman kayıplara sebep olacaktır. Belirsizliğin endişeye, endişenin korkuya dönüşme hali ise yatırımcının pay senetleri piyasasından uzaklaşmasına sebep olacaktır. Bunu önlemek için; yatırımcı piyasada yaşayacağı stres ve her türlü olasılığın farkında olmalı ve bunlara hem finansal hem de psikolojik olarak hazır bulunmalıdır.

Olaylar beklentilerin aksine gelişmeye başlayınca bilinçaltı harekete geçerek korkuyu yaratır. Kişi bazen korkusunu en aza indirmeye çalıştıkça

⁹² Bkz.İnci Ayhan, Ferhat Yazar, “Batıl İnançların Psikolojisi”, 2005, **Pivolka**, 4(17), s.15-19. ve Yaşar Erdiñç, **Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor**, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2004, s. 6. ‘den derlenmiştir.

⁹³ Burçin Mavituna, “Piyasa Psikolojisi”, Makale: İstanbul 2000
www.ntvmsnbc.com/news/72692.asp

daha da artar ve paniğe dönüşür. Pay senedi piyasasında yer alan yatırımcılar için en büyük tehlike sermayesini kaybetmesi veya sermayesinin gittikçe erimesidir. Bu kaybetme duygusu sürekli hale geldikçe zarar verici yan etkileri artacaktır. Çünkü sürekli potansiyel tehlikeler üzerinde yoğunlaşmak bireyin enerjisini tüketecektir. Yatırımcı senet fiyatı düşmeye başladığında “Daha da düşecek mi?” endişesine kapılıp düşüşün devam ettiğini kesin olarak belirlemeye çalışmaktadır, beklemek kişinin bazen kendini geçirdiği bu zaman sonucunda dip seviyelerine yakın yerlerde bulmasına neden olmaktadır. Bunun yerine; durumu inceleyip, gerektiğinde bir başkasına danışıp, neyin yanlış gittiğini araştırıp, sağduyulu hareket ettiğinde daha olumlu sonuçlar olmasını sağlayacaktır. Ya da yatırımcı her an aşağı dönebileceği korkusu ile piyasada hareket eder ise; bu görüşünü destekleyen tüm belirtileri görürken, piyasada ortaya çıkan getiri fırsatlarını kaçıracaktır. Bunun için öncelikle, kişinin bilinçaltının piyasada bazı durumlarda kayıpların söz konusu olabileceği yönünde ikna etmesi gerekir.

1.6.3.2. Bilinçaltı

İnsan, beyninin sadece %5-10'luk bir kısmını kullanmaktadır. Yani günlük hayatta birey yaptığı şeylerin sadece %5-10 kadarını bilinçli olarak yapmaktadır. Geri kalan %90-95'lik bir kısmını ise bilinçaltının yönlendirmeleri neticesinde oluşturur. Bilinçaltı, öğrenilen tüm bilgilerin depo edildiği yerdir. En temel amacı bireyin fiziksel ve psikolojik olarak hayatta kalmasını sağlamaktır. Bilinçaltı çok hızlı çalışarak, alınan bilgileri birbirleri ile bağdaştırır; emirler verir. Yeni bilginin kendisine ters düşmesi halinde bunu kabul etmez ve sert bir şekilde tepki verir. Birey, bilinçaltının gönderdiği emirleri kontrol edemez ise; endişe, korku ve ardından da sürüye uyma duygularını öne çıkararak kaybetmesine sebep olur. Bireyin yapması gereken pay senedi piyasasında yatırım yaparken, stres ve depresyon yaratan unsurlardan ve eğilimlerden uzak kalmaktır. Çünkü bu duygular enerji tüketip, ortaya çıkan problemin çözümünü imkânsız hale getirirler.

1.6.3.3. Duygular

Bireye dış çevreden bir bilgi geldiğinde, bilinçaltı bu yeni bilgiyi alır ve diğer bilgilerle kategorize ettikten sonra duygu oluşur. Bu duygu ise sinirsel yapıya bir sinyal gönderir. Bu sinyal yeniden bilinçaltına yeni bir mesaj gönderir; bilinçaltının verdiği uygunluğun ardından, üst benliğe mesaj gönderilir ve davranış ortaya çıkar. Kısacası; birey, pay senedi piyasasında bir pay senedi ile ilgili yeni bir bilgi aldığı anda; bu bilgi önce bilinçaltında bulunan diğer bilgiler ile karşılaştırılır. Şayet ters düşüyor ise, kabul etmez; kabul etmesi durumunda ise bu bireyde endişe ve korku gibi duygulara, ardından da kaybedişlere yol açabilir.

Özellikle kişisel imajın korunması duygusu ağır basan yatırımcılar piyasada zarar görürler. Çünkü bu yatırımcılar hatasız olmaya çalışırken şuursuzca aldıkları kararlar nedeni ile yeni hatalara kucak açacaklardır. Bu durumun yaratacağı endişe ve panik ise onların kendilerini toplumdan izole etmelerine kadar gidebilecektir. Bu tarz yatırımcıların öncelikle yapması gereken; hatasızlığın bu piyasada söz konusu olmadığına kendisini ikna etmesi olacaktır. Önemli olanın her yatırımdan getiri kazanmak değil; toplam portföyün karının zararından yüksek olması gerektiğine kendini inandırmaktır.

Kişisel hareket alanının korunması duygusu ağır basan yatırımcılar; dünyalarını tehdit edilen ve tehdit edilmeyen kısım olarak ikiye ayırırlar ve dikkatlerini, enerjilerini tamamen tehdit yaratan kısma yönlendirirler. Piyasanın belirli bir trend içerisinde hareket ediyor olması tehditkâr bir durum değildir. Böyle bir ortamda alım yapmış, kişisel hareket alanının korunması duygusu ağır basan yatırımcı, ne zamanki piyasanın trendinin değiştiğini ve fiyatların düşmeye başladığını görürse; bilinçaltına tehlikeli bir durumun ortaya çıktığının sinyallerini gönderir. Durumun kontrolünün sağlanamadığı sinyallerinin kendisine iletilmesi ile de kızgınlık ve öfkeye kapılan yatırımcı, yanlışlarını artırır. Söz konusu durum, borsada her şeyi kontrol edemeyeceğini anlayan yatırımcıyı, bu piyasadan çıkmaya kadar götürür. Yatırımcıların yapması gereken; borsaya girmeden önce; bu piyasayı istedikleri gibi yönetemeyecekleri düşüncesini bilinçaltına kabul ettirmektir.

II. BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANSA TEMEL OLAN KURAMLAR

Finansal kuramlar literatürde; 1950-1960 arasında Modern Portföy Kuramı ile başlayan gerçekten modern kuramlar; Merton Miller and Franco Modigliani yatırımcıları 1961 yılında rasyonel olarak tanımlamasıyla sürmüştür. Eugene Fama, piyasayı 1965 yılında etkin olarak tanımlamış; Harry Markowitz, Standart Sapmaya Dayalı Portföy Kuramı(Mean-Variance Portfolio Theory)'ni 1952 yılında ortaya çıkarmış olsa da 1959 yılında tam olarak tanınmıştır. William Sharpe, Standart Sapmaya Dayalı Portföy Kuramı(Mean - Variance Portfolio Theory)'ni yatırımcı davranışları ile benimsemiş ve 1964 yılında piyasayı CAPM(Capital Asset Pricing Theory) ile tanıştırmıştır. Bu kuram ile beklentilerdeki değişiklikler ve kabul edilen riskin ölçüsündeki farklılıklar açıklanmıştır⁹⁴. Yatırım kararlarında yatırımcıların psikolojisini göz ardı eden, diğer bir ifadeyle tüm yatırımcıları rasyonel olarak kabul eden Varlık Fiyatlama Modelleri ise doğrudan ya da dolaylı olarak Beklenen Fayda Kuramının (BFK) geçerliliğini kabul etmektedirler. Uzun bir süre boyunca yatırımcıların karar verme sürecinde belirleyici role sahip olduğu düşünülen BFK'ye yönelik en önemli eleştiri, psikolojik faktörleri de dikkate alan yeni bir beklenti kuramı tarafından getirilmiştir. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ileri sürülen bu yeni beklenti kuramı, izleyen yıllarda, yatırımcı davranışlarında yatırımcı psikolojisinin etkisini inceleyen pek çok çalışma için yol gösterici olmuştur. Bu anlamda Davranışsal finans, finansa yeni bir alternatif olarak ortaya çıkmış ve bireyleri ilk kez rasyonel olarak değil irrasyonel (normal) olarak tanımlamıştır.

Davranışçı finans alanında çalışan Nicholas Barberis; kendisi ve söz konusu kuşak için Kahneman ve Tversky'nin çalışmalarının en karışık finans konularında dahi yeni ve önemli hipotezler geliştirebilmek için önemli bir

⁹⁴ Meir Statman, "What Is Behavioral Finance?", **The Monitor**, An Interview with Meir Statman: IMCA Interviews, May / June 2005, ss.1-6

yardımcı olduğunu özellikle belirtmiştir⁹⁵. Hisse senedi piyasası hakkında yapılan pek çok çalışma psikolojik faktörleri dikkate almazken, Kahneman ve Tversky (1979) ile başlayan bir dizi çalışma yatırımcı psikolojisinin de piyasayı etkileyebileceğini ve piyasadaki etkilenebileceğini ortaya koymuştur.

Bu bölümde, öncelikle davranışsal finans kavramı incelenmiş; ardından Beklenen Fayda Kuramı ve piyasadaki yatırımcıyı etkileyen psikolojik faktörler ile Kahneman ve Tversky Beklenti Kuramı incelenmiştir.

2.1. ETKİN PİYASALAR KURAMI

Etkin Piyasalar Hipotezinin temelleri Samuelson'a dayanmaktadır. Samuelson; tüm piyasa katılımcılarının bilgi ve beklentilerinin tamamen fiyatlara yansması halinde, bilimsel olarak etkin bir piyasada fiyat değişikliklerinin tahmin edilemediğini savunmaktadır. Fama tarafından bu yaklaşım geliştirilmiştir.

Fama'nın (1965,1970) geliştirdiği ve daha sonra yine kendisi tarafından revizyona tabi tutulan Etkin Piyasalar Teorisi, menkul kıymet fiyatlarının onlara ilişkin tüm bilgiyi yansıttığını önermekte ve piyasada işlem yapan hiçbir yatırımcının bu bilgileri kullanarak olağanüstü getiri (excess return) elde edemeyeceğini ileri sürmektedir⁹⁶.

Temel olarak Etkin Piyasalar Hipotez'inde yatırımcılar üç varsayıma dayandırılmaktadır:

1. Yatırımcıların çoğu rasyoneldirler.
2. Bazı yatırımcılar rasyonel değildirler. Bunların işlemleri tesadüfi olduğundan fiyatları etkilemeksizin birbirlerinin etkilerini yok ederler.
3. Bazı yatırımcılar ise rasyonel olmadıklarından piyasada onların etkilerini yok edecek rasyonel arbitrajcılarla karşılaşmaktadırlar.

⁹⁵ Nicholas Barberis, "Kahneman and Tversky meet finance: What have we learned?", **Invited talk at the Behavioral Decision Research in Management (BDRM) Conference**, Los Angeles, June 2006.

⁹⁶ E. Fama, Efficient Capital Markets II, **Journal of Finance**, Vol.46, Issue 5, 1991, ss. 1575-1617.

Bu kuramın temelini oluşturan “etkinlik” kavramı, bilgisel etkinliktir. Eğer, bir piyasada mevcut bilgilerin tamamı menkul değer fiyatlarına yansımış ise o piyasa bilgisel anlamda etkin kabul edilir. Kuramda piyasalar etkinlik bakımından üçe ayrılmakta ve piyasa katılımcıları bu üç farklı bilgi grubuna oturtulmaktadır:

- a) *Zayıf Etkinlik (Weak-form Efficiency)*: Piyasada geçmiş fiyat hareketleri kullanılarak normalüstü bir getiri elde edilemiyorsa, o piyasa zayıf etkin bir piyasadır⁹⁷. Zayıf form etkinliğe sahip bir pazar ise geçmiş fiyat hareketlerine dayalı alım satım stratejileri kullanarak veya diğer tarihi bilgilerle fazladan getiri elde etmek mümkün olmadığı pazar olarak tanımlanabilmektedir⁹⁸
- b) *Yarı Güçlü Etkinlik (Semi-strong Form Efficiency)*: Halka açıklanan bütün bilgiler menkul kıymetlerin cari fiyatlarına yansıyor, piyasada yarı güçlü türde etkinlik söz konusu olmaktadır. Böyle bir piyasada menkul kıymetlerin fiyat hareketleri alım-satım miktarları, ortaklığa ait gelir tablosu, kar, pazar payı, kullanılan teknoloji ve yöntemlerle ilgili bilgilerden faydalanılarak olağanüstü kar edilmesi mümkün olmamaktadır⁹⁹
- c) *Güçlü Etkinlik (Strong-form Efficiency)*: Güçlü etkin piyasalarda geçmiş fiyat bilgilerinin, kamuya açıklanan ve açıklanmayan tüm özel bilgilerin fiyatları oluşturduğu düşünülmektedir. Güçlü etkin olan piyasada özel bilgilere sahip olduğu düşünülen içerden öğrenenlerin işlemlerinin hiçbir değeri olmadığı düşünülmektedir¹⁰⁰.

Etkin Pazar kuramında Fama, yeni bir bilginin hızla fiyatlara yansımaları nedeni ile eski bilginin getiri sağlamayacağını öne sürmektedir. Bu aşamada eski bilginin belli bir dönem pozitif nakit akışı sağlaması, Etkin Pazar Kuramını ortadan kaldırmamaktadır. Ancak bu kuram ile ilgili yapılan

⁹⁷ SRI International, Investor Information Needs and the Annual Reports.s.30 (Aktarım: Fehmi Karasioğlu, “Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu”, Selçuk Üniversitesi, 2006, s.3)

⁹⁸ R.Bildik, **Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma**, İstanbul Menkul Kıymet Borsası Yayınları, İstanbul, 2000, s.311.

⁹⁹ M. Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1997, s.18

¹⁰⁰ Murat Çinko, “Etkin Piyasa Hipotezi: İMKB’de Haftanın Günü Etkisi ve Tatil Anomalisi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Sayı:9, 2008, s.47

çalışmalar göstermiştir ki; zayıf etkinlik ya da yarı güçlü etkinlik değerlendirilmelidir. Çünkü güçlü etkinlikte, fiyat değişiklikleri tamamen rassal ve tahmin edilemezdir. En ufak bir bilgi hızla fiyatlara yansiyacağından, bilgiye dayalı işlemlerde kar elde etmek olanaksızdır.

2.1.1. Etkin Pazar Kuramı ile Davranışsal Finans Kuramı'nın Karşılaştırılması

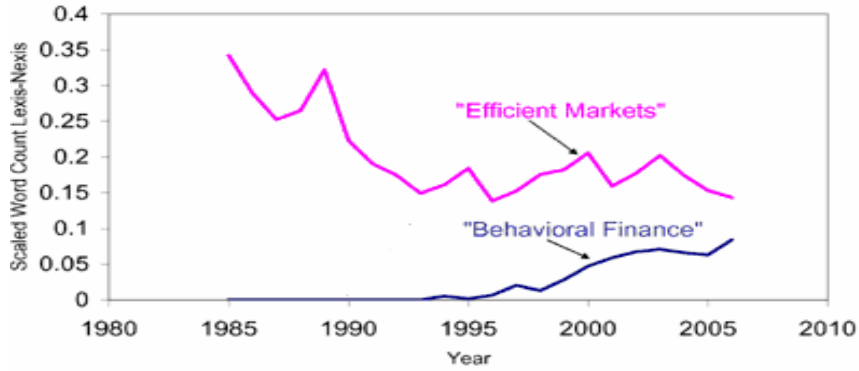
Kahneman ve Tversky Beklenti Kuramı; Etkin Pazar Kuramı'na temel olan ve geniş kesimlerce kabul gören Beklenen Fayda Kuramı'na rağmen geniş kesimlerde oldukça etkili olmuştur. Beklenen Fayda Kuramı halen daha ekonomistler için açık ve yol gösterici olmaktadır. Ancak, Kahneman ve Tversky Beklenti Kuramı, ekonomideki diğer davranışsal kuramlardan daha da büyük bir etki uyandırmıştır¹⁰¹.

Etkin Piyasalar Kuramı, Davranışsal Finans Kuramı'na temel olan kuramlardandır. Etkin Piyasalar Kuramı 1970'lerde akademik çevrelerde egemenliğe ulaşmıştır. Kuramın başarısını 1980'lerdeki anomaliler aşındırmaya başlamıştır. Finans literatüründe bu on yıl ve sonrasında Etkin Piyasalar Kuramının verdiği nüanslar, 1990'lara doğru davranışsal finansın ortaya çıkmasında etkili olmuştur¹⁰². Ancak görülen o dur ki (Şekil 2.1.) davranışsal finansın yıllar itibari ile gelişimini sürdürmekte ancak; etkin piyasalar kuramı piyasada yıllar itibari ile düşüş göstermektedir.

¹⁰¹ Robert J. Shiller, "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No.1172, 1999, s.1307.

¹⁰² Robert J. Shiller, " From Efficient Market Theory to Behavioral Finance ", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No.1385, October 2002, s.2.

Şekil 2.1: Davranışsal Finans ve Etkin Piyasalar Kuramının Yılı Bazında Gelişimi (1985-2006)



Kaynak: Robert J. Shiller and Richard H. Thaler, "Workshop in Behavioral Finance", Bracebridge Capital, Fuller and Thaler Asset Management, and LSV Asset Management, 2001

Etkin piyasalar kuramında; rasyonalite yaklaşımı benimsenmiştir. Rasyonalite genel olarak Rasyonel inanışlar ve Rasyonel seçimler olarak iki anlamda ele alınmaktadır¹⁰³. Davranışsal finasta ise irrasyonalite ve sınırlı rasyonalite benimsenmiştir. Ancak davranışsal finasta; tüm yatırımcıların rasyonel olmayan olduğu ileri sürülmektedir; sadece bu yöne doğru güçlü bir eğilimin olduğu ifade edilmektedir. Yatırımcılar rasyonel yatırımcıların izlediği işlem stratejilerini izlemektedir. Bunlar finansal uzmanların önerilerini izlemekte, aktif olarak işlem yapmakta ve portföylerini değiştirmekte, kazanan hisse senetlerini satıp, kaybeden hisse senetlerini elde tutarak vergi yükümlülüklerini arttırmakta, aktif olarak alım satım yapmakta ve hisse senedi fiyat hareketlerini izlemektedirler.

Yatırımcılar kaybeden hisselerini tutmayı seçip; kazananları satabilirler. Bunun nedeni yatırımcıların kayıpları kavramakta isteksiz ve gönülsüz olmalarıdır. Çünkü onlara göre, bugünün kaybedenlerinin gelecekte kazananlarıdır¹⁰⁴.

Etkin Pazar Kuramı; belirsizlik altında karar vermede rasyonel seçimler için ve ekonomik davranışları açıklamada betimleyici bir model olarak kabul

¹⁰³ Nicholas Barberis, "Prospect Theory Applications in Finance", Guest lecture in Jeremy Stein's PhD Behavioral Finance course at Harvard, April 2007

¹⁰⁴ Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", Working Papers, University of California at Berkeley, December 1997, s.3.

görmektedir. Ekonomide bireyler devamlı olarak kendi çıkarları peşinde koşan rasyonel varlıklar olarak kabul edilmekte ve bu rasyonel varlıklar da kendi hatalarını sistematik olarak tekrar etmekten kaçınılmaktadırlar. Bu yaklaşımda; rasyonel bireyler olarak insanların tercihlerini optimize etme çabası içerisinde olduğu öne sürülmektedir. Davranışsal yaklaşımda ise; psikoloji dayanak olarak alınmış; bireylerin rasyonel olmayan davranış ve tekrarlanan yargı hatalarına ilişkin birçok durum deneysel olarak ortaya koyulmuştur. Rasyonel olmayan davranışların geçici olmadığı, aksine sistematik olarak etkilendiği ve düzenlilik gösterdiği belirtilmektedir.

Etkin Piyasa Kuramı'na göre arbitraj süreci hızlı ve etkindir. Bu türden bir piyasada rasyonel olmayan yatırımcılar birbirleri ile işlem yapacağından, önemli boyutta işlem hacmi gerçekleşecektir ve fiyatlar temel değere yakın olacaktır çünkü piyasada ikame menkul kıymetlerin var olması ve arbitrajcıların kar elde etmek için birbirleri ile rekabet halinde olması nedeni ile arbitrajcıların çok yüksek getiri elde etmesi ve fiyatların temel değerden uzaklaşması mümkün değildir. Yatırımcıların akılcı olması ve işlem stratejilerinin birbirleri ile ilişkili olması dahi, arbitraj süreci fiyatların temel değerden uzaklaşmasını engellemeyecektir. Bu kurama göre piyasada belirli bir düzeydeki rasyonel olmayan yatırımcılar, pasif yatırımcılar yada arbitrajcılara kıyasla daha düşük getiri elde etmekte ve daha çok para kaybetmektedir. Bunun nedeni ise, bunların aldıkları menkul kıymetler aşırı fiyatlandırılmakta iken, sattıkları menkul kıymetler ise düşük fiyatlanmaktadır. Davranışsal finasta ise; gerçek dünyada arbitrajın riskli ve sınırlı olduğuna inanılır. Çünkü arbitraj işlemi, uzmanlık gücü yüksek ve diğer insanların fonlarını kullanan sınırlı sayıdaki yatırımcı ile gerçekleşebilir. Bu bağlamda da, özellikle fiyatların temel değerden uzaklaştığı durumlarda, fiyatların yeniden bu değere yaklaştırılabilmesinin etkin olmadığına inanılır. Bu gibi olağandışı durumlar, uzman arbitrajcılarını kaybetme riski ile karşı karşıya bıraktığından değişken arbitraj pozisyonlarından kaçınılmaktadır¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, 1.Baskı., İstanbul: Değişim Yayınları, 2003, s. 4-5

Etkin Pazar Kuramı'na göre; menkul kıymet fiyatları mevcut tüm bilgiyi yansıtacak şekilde hızla fiyatlarda düzeltme yapmaktadır. Kuramda Fama'ya göre; menkul kıymet işlemlerinde işlem maliyeti yoktur, mevcut tüm bilgiler piyasa katılımcılarına maliyetsiz olarak ulaşır ve bir menkul kıymetin güncel fiyatı mevcut tüm bilgiyi tamamen yansıtır. Davranışsal finans' a göre ise; bilgisel olarak tamamen etkin piyasaların olanaksızlığı ele alınmaktadır. Çünkü piyasaların etkinsizlik derecesi yatırımcının bilgi toplama ve bilgiye dayalı işlem yapma çabalarında belirleyici olacaktır. Ve piyasa dengesi de, yatırımcıların işlem ve bilgi toplama maliyetlerini karşılayacak elverişli kar fırsatları olduğu zaman ortaya çıkacaktır¹⁰⁶.

Etkin Pazar Kuramı'na temel olan Beklenen Fayda Kuramı, faydayı bireylerin servetlerinin son durumuna göre değerlendirmektedir. Servetlerin son hali bireyin önceki varlıklarının yanı sıra değerlendirilen seçeneğin sağlayacağı getirileri de içermektedir. Öte yandan Kahneman ve Tversky Beklenti Kuramı değerlendirilen seçeneğin servette neden olacağı değişimle ilgilenmektedir.

Beklenen Fayda Kuramı'nda, yatırımcılar riskten kaçınan, riske karşı duyarsız, riskten kaçınmayan olmak üzere üçe ayrılmakta ve bir yatırımcı aynı anda bu üç sınıfın tümünün özelliklerini taşıyamamaktadır. Kahneman ve Tversky ise Beklenti Kuramı'nda, yatırımcıların kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınan, ancak kayıp söz konusu olduğunda riskten kaçınmayan kişilik özellikleri sergileyebileceğini ileri sürmüşlerdir. Kahneman ve Tversky'nin gerçekleştirdikleri bir örnek çalışmada deneklere şu iki seçenek sunulmuştur: Birinci seçenekte, 7.500 dolarlık kesin bir kayba katlanmaları istenmiştir. İkinci seçenekte ise %75 olasılıkla 10.000 dolar kaybetmek veya %25 olasılıkla 10.000 dolar kazanmak imkânı sunulmuştur. Her iki seçenekte de beklenen kayıp 7.500 dolar olduğu halde deneklerin büyük kısmı ikinci seçeneği tercih etmiştir. BFT'nin bu iki seçenek karşısında kayıtsız kalacağı açıktır, çünkü her iki seçenekte de beklenen kayıp aynıdır: 7.500 dolar. Ancak Kahneman ve Tversky Beklenti Kuramı'nın üstünlüğü

¹⁰⁶ Serpil Döm, a.g.e., s.11.

burada ortaya çıkmaktadır. İnsanlar kaybetmeyi sevmemektedir. İkinci seçenek onlara kaybetmeme şansını sunmaktadır. Kahneman ve Tversky yaptıkları ölçümlerde, aynı düzeydeki kayıp ve kazancın bireyler üzerindeki etkisini incelemişler ve kaybın kazançtan iki buçuk kez daha fazla etki yarattığını belirlemişlerdir¹⁰⁷.

2.1.2. Anomaliler Olası Nedenleri

Anomali kuram ile uyuşmayan bir gözlem veya realite ve olağan dışı bir davranıştır. Ampirik bir bulguyu (gözleme dayalı bulgu) teorik çerçevede realize etmek güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilir¹⁰⁸. Gerek yurtdışı ve gerekse yerli hisse senedi piyasaları için yapılan çalışmaların önemli bir kısmı, piyasalardaki anomalileri inceleyerek piyasaların etkinliği hakkında bir karara varmaya çalışmışlardır. Etkin piyasa hipotezine ters düşen her ampirik bulgu bir anomali olarak isimlendirilmektedir¹⁰⁹. Etkin Pazar Kuramı'na göre, yatırımcıların bu anomalilere göre portföy oluşturarak artı getiri (normalin üstünde getiri; pazar portföyü getirisi) elde edememeleri gerekmektedir. Yatırımcı davranışları, aracı kuruluş ve yatırım danışmanlarının davranışları ve bilgilerin kamuya duyurulması, yapısal ve kurumsal etkiler, vergisel nedenler, küçük firma maskeleye ve diğer olası etkilerin anomaliye yol açan nedenler arasında gösterildiği gözlenmektedir¹¹⁰

Uluslararası finans yazınında tespit edilen anomaliler şunlardır¹¹¹:

a- Günlere ilişkin anomaliler: Finansal literatürde haftanın günlerine ilişkin anomalilere “Haftanın Günü” veya “Hafta Sonu” anomalisi denmektedir.

¹⁰⁷ Shefrin, Hersh, **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**, US:Oxford University Press, 2000

¹⁰⁸ T. Özmen, **Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme**, SPK Yayınları , No 61, Ankara, 1997

¹⁰⁹ Hakan Aksoy ve İsmail Sağlam, “Sınıflayıcı (Classifier) Sistem İle İMKB’de Yeni Bir Anomali Gözlemi”, (Teksir: Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü, 2001)

(<http://www.econ.boun.edu.tr/papers/pdf/wp-01-15.pdf>)

¹¹⁰ A. Tuna Taner, Koray Kayalidere, “1995 2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:9, Sayı:1-2, Manisa: 2002, ss:1-24

¹¹¹ <http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/anomali/04.html>

“Haftanın Günü” denilince, genelde hisse senedi getirilerinin haftanın ilk işlem günü olan pazartesi gününün düşük getiri sağlamaları anlaşılmaktadır. Bu alanda yapılan birçok ampirik araştırma, bu anomalinin uluslararası nitelikte olduğu sonucuna varmıştır.

Pay senetleri pazarına yönelik yapılan çalışmalarda haftanın ilk gününden başlayarak getirilerin hafta sonuna doğru yükseliş gösterdiği ve en yüksek getirinin Cuma günü, en düşük getirinin ise Pazartesi günü gerçekleştiği saptanmıştır.

Haftanın günü anomalisine yol açan en önemli nedenlerden biri olarak takas süresi gösterilebilir. Takas süresi İMKB’de 8 Ekim 1990 ile 24 Haziran 1994 tarihleri arasında 1 gün olarak uygulanmıştır. Bu tarihten itibaren ise 2 gün olarak uygulanmaktadır. Yeni sistemde perşembe ve cuma günleri hisse senedi alan yatırımcı, ödemesini ertesi hafta pazartesi ve salı günleri yapmaktadır. Borsada işlem yapılmayan cumartesi ve pazar günleri ise parasını faizde değerlendirebilmektedir. Bu durumda haftanın son iki iş günü işlem yapmak diğer günlere nazaran daha cazip hale gelmektedir. Dolayısıyla takas süresi etkisi perşembe ve cuma günkü yüksek getirilerin nedenlerinden biri olabilmektedir. Takas süresinin bir gün olduğu dönemde ise sadece cuma günü bu tip bir avantaj içermekteydi.

İMKB’deki haftanın günü etkisine ilişkin olarak ileri sürülen diğer bir neden de kredili işlem yapan yatırımcıların kredi faizinin hafta sonunu içermesini engellemek için perşembe ve cuma günleri alım yapmalarıdır. Kredili işlemlerde kredi, takasın gerçekleştiği günden itibaren faize tabi olmaktadır. Dolayısıyla perşembe ve cuma günü alım yapan yatırımcının hisse senedi, pazartesi ve salı günü hesabına geçeceği için yatırımcı, hafta sonunda kredi faizi ödemeyecektir.

Bu anomaliye sebep olan bir diğer neden ise firmaların genellikle iyi haberleri hafta içi, kötü haberleri ise panik satışlara yol açmamak ve haberin hazmedilmesini sağlamak için cuma seans kapanışından sonra veya hafta sonları kamuoyuna duyurmaları olarak gösterilmiştir. Bu, önemli nedenlerden

biridir. Zira sadece şirket haberleri değil, mikro ve makro ekonomik pek çok haberin de bu trende uyduğu söylenebilir. Dolayısıyla pazartesi günleri diğer günlere oranla daha riskli bir gündür. İMKB'de de dünya borsalarına paralel olarak standart sapması en yüksek gün, incelenen tüm dönemler için pazartesi günü olmuştur. Hafta sonu etkisinin yaşandığı bir gün olan; 19 Ekim 1987 Pazartesi günü Dow Jones Endeksi'nin % 22,6 yani 508 puan düşmesi'nin yatırımcı psikolojisine etkisini incelemek üzere, bu düşüşün hemen ardından aynı yıl, Robert J.Shiller tarafından yapılan bir araştırmada yatırımcılar için hafta sonu endişelerin güncel belirtileri yaygınlaştığı gözlemlenmiştir¹¹².

Pazartesi etkisinin bir diğer nedeni olarak da sadece hafta içi çalışan aracı kuruluş ve yatırım danışmanlarının genelde baskın olarak müşterilerine alım tavsiyelerinde buldukları, dolayısıyla hafta içi alım ağırlıklı, hafta sonu ise satım ağırlıklı bir emir oluşturma sürecinin yaşandığı, bu nedenle de biriken satım emirlerinin pazartesi günü gerçekleştirilmek istenmesi sonucu fiyatların düşmesi olarak gösterilmiştir.

b- Seanslara İlişkin Anomaliler: İMKB, 14 Temmuz 1994'ten itibaren dünyada çok yaygın görülmeyen, çift seans uygulamasına başlamıştır. Bu yüzden finansal literatürde haftanın seanslarına ilişkin olarak doğrudan bir anomali çalışmasına rastlamak pek mümkün olamamaktadır. Seans düzeyinde İMKB'de görülen eğilimlere; gün içi al-sat işlemlerinin yoğunluğu, ikinci seans düşüşlerine tepki alımlarının gelmesi ve birinci seansların stratejik programlamaya ve bilgi işlemeye, zaman açısından, ikinci seanslara göre daha uygun olmasını sebep olarak göstermek mümkündür.

En yüksek pozitif getirinin Perşembe günleri birinci seanstır. Buna iki günlük takas süresinin önemli bir etkisinin olduğu düşünülmektedir. Perşembe günü alım yapanların üç günlük fonlama nedeniyle elde edecekleri faiz geliri ile satım yapanların uğrayacakları üç günlük faiz kaybı böylesi bir trendin oluşmasına yol açabilmektedir. En düşük getirili seans ise pazartesi

¹¹² Robert J. Shiller, "Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 853, November 1987, s.1

günü ikinci seanstır. Bunun nedeninin ise, hafta sonu anomalisinin bir yansıması olduğuna inanılmaktadır. Başka bir deyişle, hafta sonlarında biriken satım emirlerinin, genelde pazartesi ikinci seansta gerçekleştirilmesinin söz konusu düşüğe yol açtığı sanılmaktadır.

Genel olarak birinci seansların ikinci seanslardan daha yüksek getirilidir. Birinci seansların ortalamada ikinci seanslardan daha yüksek getirili olmalarına ilişkin bir olası neden, birinci seansların stratejik programlamaya ve bilgi işlemeye zaman açısından daha müsait olmasıdır. Yatırımcıların mevcut yatırım kararlarını revize etmek, yeni yatırım kararları almak ve ertesi gün hangi stratejik taktikleri uygulayacaklarını kararlaştırmak için, ikinci seans kapanışından bir sonraki seansın açılışına kadar tam 17 saatlik zamanları vardır. Oysa bu zaman dilimi birinci seans sonrası sadece 2 saattir. Yani birinci seansa ilişkin emir oluşturma ortamı ikinci seansa göre daha müsaittir. Birinci seanslarda daha fazla bilginin piyasaya çıkması, stratejik ve taktik alım emirlerinin baskın olması, ilk seanslarda belli bir yükselişe neden oluyor olabileceği düşünülmektedir. Diğer bir olası senaryo ise şöyledir: Finansal piyasaların dinamik bir yapıya sahip olması, ikinci seansın kapanışından birinci seansın açılışına kadar geçecek 17 saatlik zaman diliminin belirsizlik bakımından önemini son derece artırmaktadır. Dolayısıyla ikinci seansın kapanışından itibaren birinci seansın açılışına kadar geçecek sürede, hisse fiyatlarını olumsuz etkileyebilecek mikro ve makro sayısız olay meydana gelebilir. Yatırımcılar, böylesi bir belirsizliği ve riski üstlenmek istemeyeceklerinden, yani geceyi yataklarında rahat geçirmek isteyeceklerinden, ellerindeki hisseleri ikinci seansta satacaklardır.

Endekste genelde birinci seansların ikinci seanslardan daha yüksek getirili olmasının sebeplerinden biri de gün içi işlem yapan yatırımcılar olabilir. İMKB'de gün içi işlem yapan ve bir sonraki güne pozisyon taşımak istemeyen birçok yatırımcı vardır. Gün içi işlem yapanlar genelde akşam seans kapanışından sonra endeksi kötü yönde etkileyebilecek gelişmelerin olmasından ve eğer kredili işlem yapmışlarsa da kredi faizinden etkilenmemek için pozisyonlarını ertesi güne taşımaktan kaçınır ve gün içinde aldıkları hisseleri aynı günde geri satarlar. Bu tip gün içi işlem yapan

yatırımcılar genelde birinci seansta alım, ikinci seansta da satım yapacaklarından endeksin birinci seanslardaki yüksek getirisine bir diğer neden olabilirler.

c- Aylık Anomaliler ve Olası Nedenleri: Finansal literatürde aylık anomali denilince genellikle hisse senedi getirilerinin en yüksek gerçekleştiği ayın ocak ayı olması nedeniyle “ocak etkisi” anlaşılmaktadır. Bunun yanında ayları ve yılları çevreleyen ilk ve son birkaç günde de getiri dağılımında normalüstü bir trend gözlenmiş ve bunlara da sırasıyla “ay dönümü etkisi” ve “yıl dönümü etkisi” denmiştir.

Rozeff ve Kinney (1976), New York Borsası'nın 1904-1974 yılları arasını kapsayan dönemiyle ilgili yaptıkları çalışmada, ocak ayının diğer aylara göre çok daha yüksek getiri sağladığını tespit etmişlerdir¹¹³. Bu anomalinin vergisel nedenlerden kaynaklandığı ileri sürülmüştür.

Cadsby (1989) New York Borsası'yla ilgili olarak 1963-1985 dönemini incelemiş; sağladığını tespit etmiş ve bu mevsimsel trendi “Mark Twain Etkisi” olarak isimlendirmiştir. Cadsby aynı etkiyi Kanada'da da gözlemlemiştir. Getirilerin özellikle de aralık ayının son günü ile ocak ayının ilk üç günü en yüksek düzeye ulaştığını belirlemiştir.¹¹⁴.

Ocak ayı pek çok finansal olayın başladığı, stratejik planlama ve programlamanın yapıldığı, yeni finansal kararların alındığı, ikramiyelerin ve primlerin ödendiği, kamusal ücretlerde artışların sağlandığı, alacak ve borç ödemelerinin daha yoğun olarak yapıldığı ve yılbaşı canlılığının mevcut olduğu bir aydır. Dolayısıyla ocak ayındaki ekonomideki canlanma ile borsadaki artış da ilişkilendirilebilir.

İMKB'de mevcut olan ocak anomalisine ilişkin olası bir neden; yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve bankalar gibi portföy yöneten

¹¹³ M. Rozeff, and W. Kinney, “Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns.” **Journal of Financial Economics**, Vol. 3., No. 4, October 1976, ss.379-402

¹¹⁴ Ercan Balaban, January Effect, Yes!, What About Mark Twain Effect?, Discussion Paper No: 9509, The Central Bank Of The Republic Of Turkey Research Department, May 1995 (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/95/9509.pdf>)

kurumsal yatırımcıların mali yılsonunda, bilânçolarını süslemek, kötü performans göstermiş hisse senetlerini portföyden çıkarmak ve iyi bir bilânço açıklamak için yılsonunda satım ve yılbaşında da alım yapmaları olarak gösterilmiştir. Söz konusu görüşün İMKB için kısmen geçerli olduğu söylenebilir. Ancak farklı bir bakış açısıyla, portföy yöneticileri iyi bir performans yakaladıklarını göstermek için, fiyatları yeterince yükseldiğine inandıkları hisseleri kar realizasyonu amacıyla satıp karlı bir bilânçoyla da yılı kapatmak isteyebilirler. Bu eğilim de hisse fiyatlarını aralık ayında belli bir oranda düşürebilir.

Aylar arası anomaliler incelenirken ilgi çekebilecek bir başka araştırma alanı da endeksin yaptığı zirve ve diplerin aylara göre dağılımıdır. Endeksin en çok zirve yaptığı aylar ocak, şubat, nisan, eylül, kasım ve aralıkken; en çok dip yaptığı aylar da temmuz, eylül, ekim ve kasımdır. Dip noktalarının genellikle üç aylık ara mali tabloların yayınlanma dönemine veya sonrasına denk düştüğü; buna karşın zirve noktalarının ise tüm mali tabloların, özellikle de yıllık mali tabloların, hazırlanma dönemine veya yayımlanma öncesi döneme denk düştüğü dikkat çekmektedir. Böylesi bir eğilim firmalara ilişkin finansal bilgilerin yatırımcılar arasında eşit, adil ve zamanlı dağılmamasından kaynaklanabilir. İşletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, bilgiye ulaşma olanağı bulunan diğer personeli ve bu kişilerle temasları sırasında bilgi sahibi olabilecek kişiler, yani içeriden öğrenenler, sıradan yatırımcılara göre bilgiye erişimde, bilgiyi işlemede ve kullanımda daha avantajlı konumdadırlar. Bu kişiler henüz bilgilerin oluşum ve raporların hazırlık aşamasında, elde ettikleri bilgiler çerçevesinde portföy yapılarını değiştirerek belli bir talep yaratırlar. Bilgilenmiş yatırımcıların bu davranışları zaman içinde zincirleme bir şekilde tüm yatırımcılara yayılır ve piyasa yükselen bir görünüm oluşturur. Finansal tabloların yayımlanması ile birlikte beklentiler son bulur ve kar amaçlı satışlar başlar. Bu da yükselen piyasayı birden düşen piyasaya çevirir. Dolayısıyla İMKB’de görülen aylık mevsimsel trendlerin diğer bir nedeni de söz konusu davranış biçimi olabilir.

Ay dönümü anomalisi, bir ayı çevreleyen son ve ilk birkaç gündeki ortalama getirilerde herhangi bir anlamlı trendin olup olmadığıdır. İMKB’de,

birçok yabancı borsada da görülen “ay dönümü etkisi” mevcuttur. Hem ayın ilk iki günündeki; hem de son iki günündeki getiriler ortalamada tüm günlerin getirilerinin ortalamasının yaklaşık iki katıdır. Bu konuda dikkat çeken bir bulgu da, bulunan bu ay dönümü etkisinin ayların ilk ve son üçer günü hesaba alındığında önemli ölçüde azalmasıdır. Yıl dönümü anomalisi üzerine ise; yılın ilk ve son ikişer günlerindeki ortalama getiri diğer tüm günlerin ortalamasının yaklaşık 7 katı olduğu söylenebilmektedir.

d- Tatillere İlişkin Anomaliler ve Olası Nedenleri: Hisse senedi fiyatlarının tatil öncesi ve sonrası dönemlerde herhangi bir olağandışı davranış gösterip göstermediği, tatillere ilişkin anomalilerin konusunu oluşturmaktadır.

Tatillere ilişkin anomaliler konusuna değinen ilk büyük çalışmalardan biri, 1988 yılında Lakonishok ve Smidt tarafından yapılmıştır. Dow Jones Endeksi'nin 1897-1986 yılları arasındaki 90 yıllık döneminde günleri tatil öncesi, tatil sonrası ve normal günler olarak sınıflayıp getiri karşılaştırması yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, tatil öncesi ortalama getirilerin normal günlerin getirilerinden tam 23 kat daha yüksek olduğunu ve endeksin yıllık getirisinin yaklaşık %50'sine denk düştüğünü saptamışlardır. Tatil sonrası günlerin ortalama getirisi ise negatif çıkmıştır¹¹⁵.

Tatil anomalisine yol açan nedenlerden biri yatırımcı psikolojisidir. Tatil öncesi yatırımcılardaki olumlu hava tatilcileri alıma motive ederken, tatil sonrası olumsuz hava satıma motive etmektedir. Bunun yanı sıra, İMKB'de tatil anomalisine yol açan en önemli neden, özellikle uzun bayram tatillerinin, ortalama 5-10 gün arasında oldukça uzun sürmesi ve dolayısıyla alım bedellerinin bu süre sonunda ödenmesi, yani takas sisteminin etkisidir. Zira alıcıların bu sürede küçümsenmeyecek bir faiz geliri elde etmeleri, satıcıların ise aynı oranda faiz kaybına uğramaları nedeniyle tatil öncesi getirilerin yüksek, sonrasının ise düşük olması beklenmektedir.

¹¹⁵ Josef Lakonishok, Seymour Smidt, “Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective”, **Review of Financial Studies**, Vol.1, Issue: 4, 1988, ss. 403-425

2.2. KAHNEMAN VE TVERSKY'DEN BEKLENTİ KURAMI

Daniel Kahneman, "Beklenti Kuramı"nı Amos Tversky ile birlikte kuran iki deneysel psikologdan biridir. Princeton Üniversitesi öğretim üyesi olup; aslen bir psikoloji profesörüdür. İnsan psikolojileri ve karar alma süreçleri üzerine yaptığı çalışmalar sadece psikoloji için değil; finansın piyasa mekanizmasını anlamaya çalışan bu yeni bilim dalı için de çıkış noktasını oluşturmuştur. Kahneman'ın bir psikoloji profesörü olarak ekonomik araştırmalara katkıda bulunması ise iki bilim dalı arasında bir köprü kurulmasına öncülük etmiştir.

Rasyonel ekonomi dünyasına, psikolojinin ve zihinselliğinin, girmesini sağlayan Daniel Kahneman, stres altında karar vermek ve yatırımcı psikolojisi alanındaki çalışmaları ile 10 Aralık 2002'de Stockholm'de Ekonomi Nobel'i'ne layık görülmüştür¹¹⁶. Bu ekonomi nobelinin alınması ise davranışçı finansın akademi tarafından tanınmasını sağlamıştır.

De Bond ve Thaler'in geçmiş bilgilere fazla reaksiyon düşüncesi, Kahneman ve Tversky'nin davranışsal karar kuramınının genel bir haber vericisi konumundadır¹¹⁷.

Kahneman ve Tversky davranışsal finans alanında öncü nitelikte olup; KT'nin Beklentiler Kuramı'nda sınırlı rasyonalite, bilişsel önyargılar ve hevristikler (problem çözmede çeşitli problemlere uygulanabilen, ama doğru çözümü her zaman sağlayamayan strateji ve kestirme yollar) ile açıklanmıştır. Özellikle belirsizlik altında karar vermede, kuram, Beklenen Fayda Kuramı'na büyük alternatif olmuştur. Burada Beklenen Fayda Kuramı'nın aksine "beklenen risk" yerine "algılanan risk" in hesaba katılması gerektiği öne sürülmüş; ilk kez insanların getiri ve kayıplara farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdiklerini ortaya konmuştur. Kahneman yaptığı çalışmalarda özellikle bireysel etkenlerin üzerinde durmayı tercih etmiştir¹¹⁸.

¹¹⁶ Yaşar Erdinç, "İşte Olay Budur", **Akşam Gazetesi**, 20 Nisan 2006, s.26.

¹¹⁷ Eugene F.Fama, "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", **Journal of Financial Economics**, Elsevier, vol. 49, September 1998, ss. 283-306

¹¹⁸ www.finanzacomportamentale.it/files/nobel_kahneman.pdf

Tversky ve Kahneman'ın çalışmaları ile Klasik Kuram'ın tam tersine işaret edilmektedir. Yatırımcıların rasyonel düşüncelerinin yerini psikolojik sezgilerin ve karar verirken olasılık hesaplarının yerini ise kestirme akıl yürütmelerin alabildiği belirtilmektedir.

Kahneman'ın en büyük özelliği, var olan durumları basit deneysel yöntemler ile kanıtlamış olmasıdır. Yerini bir çekimi olduğunun ispatlanması nasıl insanların yerçekimi ile olan ilişkilerini değiştirmemişse; burada da adeta bir doğa yasasının keşfedilmesindeki açıklık ve çarpıcılık insan zihninin işleyişini değiştirmemiş, sadece fark etmelerini sağlamıştır¹¹⁹.

Yerleşik ekonomi kuramındaki temel yargılar bireyi, piyasada var olan tüm bilgilere ulaşabilen, duygusal ve içgüdüsel faktörlerden bağımsız karar veren rasyonel bir varlık olarak tanımlamış; kararlarında mantıklı davrandığını ve olasılık hesaplarını doğru yapabildiğini savunmuştur. Kahneman ise davranışsal finansa yönelik çalışmalarında, bireyin karar verme sürecinde önceki deneyimlerinden kaynaklanan önyargıların, algısal hataların ve duyguların etkili olduğunu belirtmiştir.

Davranışsal kuramda, bireylerin sonuçları kesin olan olayları abartarak bunlara sonuçları kesin olmayan olaylardan daha fazla değer verdikleri kabul edilmiştir. İnsanların kusursuz karar veremeyecekleri kuramda açıklanmıştır. Bireyin kararlarını, psikolojik açıdan "iyimserlik önyargısı", "kaybetmekten korkmak" ve "küçük çaplı düşünmek" unsurlarının her zaman etkileyebileceği göz önüne alınmıştır. Bu anlamda; aşırı iyimserlikle cesur tahminlerde bulunmak, gereğinden fazla özgüvenle hareket etmek, olasılıkları doğru değerlendirmemek, kısa vadeli yaklaşım ve geniş perspektiften bakmak Kahneman'a göre yatırımcıları bekleyen en büyük tuzaklardır¹²⁰.

2.2.1. Kurama İlişkin Temel Bulgular ve Deneysel Çalışmalar

Kahneman'a göre; her etken kararları aynı şekilde etkilememektedir. %0'dan %1'e olan 1 puanlık artış ile %39'dan %40'a olan 1 puanlık artış aynı

¹¹⁹ http://tr.ebilgi.com/index.php?title=Daniel_Kahneman

¹²⁰ "En Akıllı Benim Deyip Para Kaybetmeyin", Baş Makale:**Hürriyet**, 09 Ocak 2001, s.16.

anlama gelmemektedir. Bunun gibi kararlar da etkenlerden her zaman eşit ağırlıkta ve doğru orantılı etkilenmemektedir. Tercihleri yapış sırası, önceki durumdan sonrakine nasıl geçildiği belirleyicidir¹²¹.

Kahneman'a göre bireylerin doğru karar verme sürecine etki eden faktörlerden birisi, tam o anda bireyin nasıl hissettiği ile nasıl hissetmiş olduğudur. Çoğu zaman bireyin nasıl hissettiği ile nasıl hissetmiş olduğu arasında büyük farklar olabilmektedir. Kahneman'ın tasarladığı birçok deneyde, kişilerin bir durum hakkında sonradan verdikleri kararda, o anda bildirdikleri algının doğal sonucu olan kararı vermek bir yana, tam tersi sonuca varabildikleri ortaya konmuştur. Bu durumu tıbbi müdahalelerden bir örnek ile açıklamaktadır: 10 dakika süren can yakan bir tıbbi müdahale sonrasında bir grup, müdahale bittikten sonra 2 dakika süreyle müdahale ortamında tutulmuş (müdahale sürüyormuş gibi, ama acı verici bir şey yapmaksızın); diğer grup ise müdahale biter bitmez odalarına götürülüp rahat ettirilmiştir. Burada ilk grup 12 dakika süreyle ortamda kalmıştır. Acı çekmeyeceklerin fazladan bir iki dakikaları vardır. Çalışmada iki gruptakiler de ciddi biçimde acı çekmişlerdir. Çalışmanın akşamında deneklere ertesi gün aynı müdahalenin tekrarlanıp tekrarlanması hakkında fikirleri sorulmuştur: Bu soru karşısında ortamda daha uzun kalanlardan alınması gereken cevap şüphesiz ki "hayır" olması gerektiğidir. Ancak alınan cevaplar tam tersi olmuştur. İlk gruptakilerin, eklenen iki dakika nedeniyle müdahaleye ilişkin acı anıları hafiflemiştir. İlk gruba acı hissinin olmadığı bir "son iki dakika" verildiği için acı hissi ortalaması öbür gruptan daha az olduğu ve müdahaleyi daha olumlu hatırladıkları için kararını müdahale lehinde vermişlerdir. Buradan görüldüğü üzere; sürecin nasıl bittiği, sürecin bütünündeki hissi etkilemektedir. Çünkü insanların hatırladıkları genellikle ağızda kalan tattır. Buna mutlu son ya da uğurlama etkisi de denmektedir¹²². Bu durum pay senedi piyasasında sıkça yaşanmaktadır. Bireyin daha önce piyasada defalarca zarara uğramasına karşın; son yaşadığı kazancı dikkate aldığı ve onun verdiği cesaretle daha büyük alımlar yaptığı

¹²¹ Yankı Yazgan, "Saçmalamak İsabaetli Kararlara Engel Değil: Kahneman Psikoloji Deneyleri ve Ekonomi Nobel'i", Makale: İstanbul 2005; (<http://denizce.com/sacmalamak.asp>)

¹²² Yankı Yazgan, a.g.k.

gözlemlenmektedir. Birey son dönemde elde ettiği bu kazancı piyasadaki trendlere ya da şansa bağlamamakta, tamamen kendi başarısı olarak tanımlamaktadır. Bunun ise bireyde yarattığı psikoloji neticesinde bireyin kendine güveni artmakta; daha önce uğradığı kayıpları ve başarısındaki şans faktörünü göze almadan büyük işlemlere girebilmektedir. Bu işlemler ise, piyasada çoğunlukla zararlı sonuçlanmaktadır. Bir örnek de analistler açısından verilecek olursa; birey çalıştığı aracı kurumlarda kendisine öneride bulunan bir analistin görüşü üzerine yüksek getiriler elde etmesi durumunda; daha önce bu analist ile yaşadığı deneyimleri bir kenara atacak ve yatırımın başarısındaki diğer faktörleri göze almadan bu analistin tüm önerilerinin aynı sonucu getireceği düşüncesi ile yatırım yapacaktır. Bu ise, her zaman kendisine aynı kazancı sağlamayacaktır.

Kahneman, bir sorunu tek başına ele almamak gerektiğini savunmaktadır. Onu çevreleyen, içinde bulunduğu diğer unsurlardan ayrı olarak ele almak; hatalı kararlar vermeye neden olacaktır. Örneğin; birey, çalışma arkadaşının bir kararı, bir hatası ya da bir sözü yüzünden çok kızabilir. Çalışma arkadaşı, şirketi zarara uğratmış olabilir, bireyin rakibinin onun önüne geçmesine neden olmuş olabilir, bireyi ciddiye almamış olabilir, müşteri kaybetmenize neden olmuş olabilir. Bunun karşısında birey hayal kırıklığı yaşar, öfke duyar, kendini haksızlığa uğramış hisseder ve karşılık vermek ister. Kendini kötü duruma sokan çalışma arkadaşını üzmemek, kötü hissetmesini sağlamak, ders vermek ister. Belki de bu gerilimli karşı karşıya gelişle onu kaybeder. Burada bireyin kendisine zarar veren arkadaşını, geçmişiyile, daha önce yaptığı iyi şeylerle, önlediği felaketlerle, kazandırdığı başarılarla düşünmesi halinde belki de böyle bir tepki vermeyecektir. Ya da bu kötü olaya neden olan unsurların bütünü ve hatta bu sistem içindeki kendi payını düşünerek daha farklı bir tepki verebilecektir. Örneğin; Fortune 100 şirketlerinin en büyüklerinden birinin İKB'nı, aldığı yanlış bir karar nedeniyle şirketi 500 milyon dolar zarara uğrattınca istifa etmek istemiştir. Şirketin Başkanı izin vermemiş ve İKB'ya yapılan 500 milyon dolarlık eğitim yatırımı göstererek; bu tecrübeyle gitmesine izin vermemiştir. Görülüyor ki;

yararlı olan tecrübe sadece iyi olan değildir, bazen hatalar ve kötü tecrübeler, ders çıkarıldığı sürece, çok daha yararlı olabilir¹²³.

Daniel Kahneman, yaptığı deneysel çalışmaları sonucunda borsada sürekli alım satım yapmanın aslında para kaybettiğini dile getirmektedir. Amerika'da 8 bin bireysel yatırımcıyı kapsayan, milyonlarca işlem ve verinin gözden geçirildiği bir araştırmanın sonuçlarını çalışmalarında dile getiren Kahneman, yatırımcının bir pay senedini satıp diğerini aldığı zaman “bu daha iyi” diye düşündüğünü, ancak sonuçların böyle olmadığını belirtmiştir. Kazançlı çıkılacağı düşünülerek elden çıkarılan pay senetlerinin yıl içinde yüzde 3,5 daha iyi performans gösterdiğini, maliyetiyle birlikte kaybın yüzde 5'leri bulunduğunu belirtmiştir. Bu yatırımcıların, daha uzun vadeli bir yaklaşım sergileyerek pay senetlerini ellerinde tutmuş olsalardı, daha fazla getiri elde edecekleri görüşünü savunmuştur¹²⁴.

Daniel Kahneman, erkek yatırımcılara göre daha az hiperaktif olan kadınların daha çok getiri sağladıklarını ve kadınların daha başarılı olduğunu çalışmalarından edindiği sonuçlarla dile getirmektedir. Bunun nedeninin ise, kadınların erkeklerden daha az, saçma fikirlere kapılıp alım satım yapmaları olarak belirtilmektedir¹²⁵.

Yatırımcıların rasyonaliteden ayrıldığını gösteren birçok durum KT'nin çalışmaları ile gözler önüne serilmiştir. Bunlardan bazıları şunlardır:

1. Bireylerin Riske Karşı Tutumları

KT'nin çalışmalarında bireylerin rasyonaliteden sapma gösterdiği durumların başında; riske karşı tutumları gelmektedir.

Bireylerin riske karşı tutumlarında kayıptan kaçınma ve dar çerçeveleme davranışı önemli rol oynamaktadır. Yapılan deneysel çalışmalar sonucunda kayıptan kaçınma davranışının bireylerin önceki kayıp ve getirilerine bağlı

¹²³ Hande Yaşargil, “Kahneman, Ortam ve Kaybetme Korkusu”, Mentor Leadership Development, Makale:16 Mart 2005
(http://www.mentor-tr.com/altsayfa.asp?b_ID=4&altb_ID=9&hID=34)

¹²⁴ “En Akıllı Benim Deyip Para Kaybetmeyin”, Baş Makale:Hürriyet, 09 Ocak 2001, s.16.

¹²⁵ Hürriyet, a.g.m., s.16.

olduğu gözler önüne serilmiştir. Örneğin, bireyin önceki kaybını izleyen kayıplar daha az sıkıntı yaratırken; bireyin bir kaybını izleyen diğer kayıpları ise daha büyük sıkıntı ve üzüntü yaratmaktadır.

Kayıptan kaçınma davranış biçimi, bir başka deyişle insanların kayıplara karşı getirilerden daha hassas olmaları, riskli olayları değerlendirmelerinde önemli etkiye sahiptir¹²⁶.

Son zamanlarda yapılan araştırmalar yatırımcıların her türlü nedenle fakat ölçülebilir ve ayrılmış nedenlerle karar verdiğini sunmaktadır. İnsanlar pazar oynaklığı ile karşılaştıklarında mevcut durumlarını korumakta başarısız olmaktadır. Davranışsal finans başka hiçbir konunun kayıptan kaçınma kadar yatırımcı davranışlarını etkilemediğini göstermiştir¹²⁷.

Kayıptan kaçınma derecesi; kişinin mental muhasebesine bağlıdır. Mental muhasebe; insanların mali işlemleri nasıl değerlendirdiği ve düşündüğüdür. Yapılan araştırmalar kişinin mental muhasebesini oluştururken dar olarak tanımlanan getiri ve kayıplara dikkat ettiğini göstermektedir. Örneğin, kişinin portföyünün içerisindeki pay senetlerinden birisi kötü bir performans sergilediği varsayalım. Yatırımcı bu durumda toplam pay senedi performansı yerine, dar çerçeveyeyleyerek, birim pay senedi performansını değerlendirdiğinde, o pay senedini aldığı için pişmanlık duyacak ancak tüm portföy iyi bir performans sergilediğinde bu kayba daha az üzülecektir. Görülmektedir ki; yatırımcı getiri ve kayıplarını dar olarak çerçeveyeyleyerek pişmanlık davranışını ortaya çıkarmaktadır

2. Bireylerin Hevristiklere Göre Karar Vermeleri:

Bireylerin rasyonaliteden sapma gösterdiği durumlardan bir diğeri ise belirsizlik durumlarında bireylerin daha çok birtakım hevristiklere dayalı olarak karar veriyor olmalarıdır. Hevristik; sorun çözmede çeşitli sorunlara uygulanabilen, ama doğru çözümü her zaman sağlayamayan strateji ve kestirme yollar olarak tanımlanmaktadır. Ancak Kahneman ve Tversky,

¹²⁶ Nicholas Barberis ve Ming Huang, "Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns", **Journal of Finance**, 2001, vol. 56, issue 4, August 2001, ss.1247-1292

¹²⁷ Deb Dupond, "Wake Up Call", **Impact Magazine**, Cover Story, Vol:8, s.4.

hevristiklere dayanmanın birçok durumda faydalı sonuçlar vermesine rağmen sistematik bazı hatalara da sahip olduğunu ifade etmektedir. Örneğin; bazı yatırımcılar bazı şirketlerin kısa sürede büyüyen getirilerinin gelecekte de devam edeceğine inanarak, bu şirketlerin aşırı değerlendirilmesine neden olmaktadır. Bu duruma aşırı reaksiyon gösteren yatırımcılar ise olumsuz yönde etkilenmektedir.

3. Çerçeveleme Etkisi (*Framing Effect*):

Bireylerin rasyonaliteden sapma gösterdiği durumların bir diğeri; sorunun ve olayların çerçevenmesinin yatırım kararlarına etkisi yönündendir.

Soruların içinde sunulduğu ve soruyu/karar nesnesini anlamak amacıyla içine yerleştirilen çerçeve, soruna ilişkin görüşü olduğu gibi etkileyebilmektedir. Karşılaşılan durumların içine oturtulduğu bu çerçeveler, genellikle, bireyin kafasının içinde yıllar boyunca oluşmuş veya oluşturulmuş bazı kalıplardan ibarettir. Bu kalıplar hızlı düşünme gerektiren durumlarda, otomatik karar vermeyi sağlayarak işi kolaylaştırır. Ancak bazen bu kalıplar ile durumu “doğru” görmek zorlaştırdığı ölçüde, “doğru” karar vermek de giderek olanaksızlaşır. Bilginin nasıl sunulduğu, çerçevenin nasıl düzenlendiği, aynı verilerin yorumunu farklılaştırabilmektedir. Olayların ne tür bir çerçevede ortaya çıktıkları, onların nasıl görüldüğünü belirlemektedir. Yanılmak, göz göre göre yanlış karar vermek bu çerçevenin yanlış değerlendirilmesine bağlanmaktadır. Yapılan birçok araştırmada, aynı karar sorununun farklı sunumları bireylerin seçimlerini farklılaştırmakta ve yanlış kararlar alınmasına neden olmaktadır.

Yatırımcılar seçimlerini planlarının gerçekleştirmedikleri bölümleri üzerine yapma eğilimindedirler¹²⁸.

Beklenen Fayda Kuramı'nda insanların değişmeyen kararlar verdiği varsayılırken; KTBK'de sorunun sunulmasına ve ifade edilmiş biçimine, özellikle de getiri ya da kayıp olarak sunulmasına, bağlı olarak eşdeğer durumlarda insanların yanıtlarının değiştiği üzerinde durulmaktadır. Çerçeveleme etkisi;

¹²⁸ Deb Dupond, a.g.k, s.4.

bir seçeneğin özünden çok, şartlar ve çevre değiştirilerek karar sonucunun değişebileceği anlamına gelmektedir. Dar çerçeveleme yerine olaylara geniş bir çerçeveden bakan bireylerin bu yanılsamalara daha az düştükleri; ancak uygulamada çoğu bireyi karar sorununa anlık ya da dar bir çerçeveden bakarak hatalı kararlar verdikleri gözlemlenmektedir.

Kahneman ve Tversky'nin 1984 yılında yaptığı deneysel çalışma bu durumu şöyle açıklamaktadır: Bir grup denekten 600 insanı öldürebileceği tahmin edilen bir Asya hastalığı için geliştirilen alternatif mücadele programları arasında varsayımsal olarak bir tercih yapılması istenmektedir:

a- 152 kişilik ilk gruba aşağıdaki seçenekler sunulmuştur:

Program A- Bu hastaların tümüne X ilacı verilirse 200 kişi kesinlikle kurtulacaktır

Program B- Bu hastaların tümüne Y ilacı verilirse üçte bir ihtimalle hepsi kurtulacak, ancak üçte iki olasılıkla hepsi ölecektir.

Seçeneklerden görüldüğü üzere; Program A'nın 200 insanı kurtaracağı, Program B'nin ise 1/3 olasılıkla 600 insanı kurtaracağı ve 2/3 olasılıkla da hiç kimsenin kurtarılamayacağı anlatılmıştır.

b- 155 kişilik ikinci gruba ise şu seçenekler sunulmuştur:

Program A- Bu hastaların tümüne X ilacı verilirse 400 kişi kesinlikle ölecek

Program B- Bu hastaların tümüne Y ilacı verilirse üçte bir ihtimalle kimse ölmeyecektir.

Yine seçeneklerden görüldüğü üzere; Program A ile 400 insanın öleceği, Program B'nin uygulanması halinde ise 1/3 olasılıkla hiç kimsenin ölmeyeceği ve 2/3 olasılıkla da 600 kişinin öleceği anlatılmıştır. İlk gruptaki 152 katılımcının %72'si Program A'yı tercih ederken, sadece %28'i Program B'yi tercih etmiştir. İkinci gruptaki 155 katılımcının %78'i Program B'yi; sadece %22'si ise Program A'yı tercih etmiştir. Karar parametreleri aynı olmasına rağmen KTBK'de olduğu gibi yanıtlar değişmiştir. Burada da ilk grup riskten kaçınarak 200 kişinin kurtarılacağı garantili seçeneği, ikinci grup ise; riske açık olarak garantili kayıp

seçeneğine karşın riskli seçeneği tercih etmiştir. Bu örnekten de anlaşılmaktadır ki, Kahneman'ın Davranışsal Finans Kuramı'nda belirttiği gibi, insanlar kararlarında rasyonel davranmamaktadırlar¹²⁹.

Drucman KT'nin yaptığı bu deneysel çalışmalardan hareketle; insanlara belirli türden ve iyi kaynaklardan ilave bilgi verildiğinde çerçeveleme etkisinin yok edilebildiğini ortaya koymuştur¹³⁰.

4- Yatkılık etkisi (*Disposition Effect*):

Yatkılık etkisi; yatırımcıların para kaybettiği durumlarda daha az aktif olmalarını ifade etmektedir¹³¹.

Belirsizlik durumunda karar vermede referans noktası bireyin karar problemine ilişkin önceki mevcut pozisyonunu gösterir. Finansal kararlarda satın alma fiyatının referans noktası olarak alınması yaygın olan bir durumdur. Bu konuda örnek bir çalışma Kherman ve Riepe tarafından 1998 yılında yapılmıştır: Yatırımcı A'nın pay senedi başına 100 \$'dan satın aldığı blok pay senedine sahip olduğunu; Yatırımcı B'nin ise pay senedi başına 200 \$'dan satın aldığı aynı blok pay senedine sahip olduğu varsayalım. Dün aynı pay senedinin değeri 160 \$ iken, bugün 150 \$'a düşmüştür. Hangi yatırımcı kendini daha üzgün hissetmektedir?¹³² Burada Yatırımcı B, A'ya kıyasla daha üzgün olacaktır. Çünkü yatırımcı A bu haberi getiride azalma olarak algılayacak; Yatırımcı B ise, kayıpta artış olarak algılayacaktır. 10 \$'lık fark kayıp durumunda daha önemli olacaktır. Bu örnek çalışmada da görüldüğü üzere, getiri ya da kaybı referans noktası olarak alınan başlangıç fiyatı belirlemektedir. Bu Kahneman Tversky'de yatkılık etkisi olarak bilinmektedir. Daha basit bir örnekle; nakde ihtiyacı olan bir yatırımcının; portföyünde yükselen ve düşen iki tip pay senedinin var olduğunu ve bunlardan birini satmak zorunda olduğu varsayalım. Böyle bir durumda yapılan deneysel

¹²⁹ Daniel Kahneman ve Amos Tversky, **Choice, Values and Frames**, Cambridge University Press, 2000, s. 343.

¹³⁰ Serpil Döm, a.g.e., 23

¹³¹ Brad M. Barber and Terrance Odean, "The Courage of Misguided Convictions: The Trading Behavior of Individual Investors", **Financial Analyst Journal**, Vol.55, Issue 6, 1999, ss. 41-55.

¹³² Daniel Kahneman and A.Tversky, **Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases**, USA:Cambridge University Press, 1982, s.341.

çalışmalarda yatırımcıların daha çok; kaybeden pay senetlerini ellerinde tutarken, kazanan pay senetlerini elden çıkardığı görülmüştür

1995 ve 1999 yılları arasında Taiwan borsası için yapılan incelemelerde; yatırımcıların yatkinlik etkisi altında (disposition effect) kazandıkları pay senetlerini satmayı, oysa kaybettiklerini satmamayı seçtiklerini görülmüştür¹³³.

5- Yansıma etkisi (Reflection Effect):

İnsanların risk eğilimi alana göre değişmektedir. Eğer referans noktası sonuçları getiri alanında değerlendiriyorsa insanlar riskten kaçınmaya, kayıp bölgesinde değerlendiriyorsa riske açık olmaya başlamaktadırlar.

Kahneman; insanların kazanmaktan çok, kaybetmemeye önem verdiklerini ve eğer bir şeyi kaybedeceklerse bunu giderecek getirinin en az iki katı olması gerektiğine dair inançları olduğunu belirtmektedir. Örneğini bireyler işlerini değiştirirken; yeni çalışacağı işletme, işletmedeki konumu, eğitim ve kariyer olanakları var olan durumdan çok daha iyi olsa da, genellikle mevcut parasal haklarının iki katını talep etmektedirler. Bu davranış, ellerindeki kaybetme duygusunu giderici bir önlemdir. Ancak liderlik kuramlarına bakıldığında ise; bu kaybetmekten korkma duygusunun, risk almayı ve başarıya inanma duygusunu kötü etkilediğini görülmektedir. Ünlü ip cambazı Wallenda ipten düşerek öldüğünde, karısıyla nedeni hakkında konuşurlar. Karısı “ilk kez karşıya geçmek için değil düşmemek için yürüdü bir süredir korkuyordu” der. Bu korku, örnekteki gibi çoğu zaman bireyin hayatına mal olmasa da eldekilerle yetinerek geçireceği ve geriye dönüp baktığında “daha iyisini yapabildim” diyebileceği yıllara mal olabilir. Bu duygunun ise, geriye dönüşü pek yoktur. Pay senetleri piyasasında da birey çoğu zaman aynı güdü ile hareket etmektedir. Portföyündeki bir pay senedinden zarar etmiş olan birey, bu pay senedinin değeri aldığı seviyeden daha yüksek olana dek satmamakta ve tamamen portföyündeki söz konusu

¹³³ Brad Barber, Terrance Odean, Yi-Tsung Lee and Yu-Jane Liu, “Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Losses? Evidence from Taiwan”, **European Financial Management**, 2006

pay senedi üzerine odaklanmaktadır. Bu arada ise, portföyünde kazanmakta olan pay senetlerini ise genellikle elden çıkartmaktadır¹³⁴.

6- Kesinlik etkisi (Certainty Effect):

Riskli seçimlerde insanlar elde edilmesi kesin olan sonuca, elde edilmesi olası olan seçeneğe göre daha fazla ağırlık verirler. Bu da yatırımcıyı getiri içeren seçimlerde riskten kaçınmaya, kesin kayıp içeren seçimlerde ise riske açık olmaya sevk etmektedir. İnsanların bu eğilimine Kahneman Tversky kesinlik etkisi adını vermişlerdir. Bir örnek ile açıklanacak olursa¹³⁵ :

A- Kişisel getiri sağlayan iki seçenektan birinin tercih edilmesi durumu:

Seçenek 1: 3000 \$ garantili getiri

Seçenek 2: %80 oranla 4000 \$ kazanma ihtimali

B- Kişisel kayba neden olan iki seçenektan birini tercih etme durumu:

Seçenek 1: 3000 \$ garantili kayıp

Seçenek 2: %80 oranla 4000 \$ kaybetme ihtimali

Kahneman ve Tversky'nin bu araştırmasında deneklerin %80'i A durumunda 1. seçeneği; B durumunda ise %92'si 2. seçeneği tercih etmiştir. Eğer insanlar tamamen rasyonel olsaydı, her iki tercih grubunda da en az riskli olanı seçeceklerdi. Genel olarak, garantili sonuca eşit ya da düşük beklentiye sahip bahsi tercih etme riski sevmek/riske açık olmak; garantili sonucu tercih etme ise riskten kaçınma olarak tanımlanmaktadır.

7- Sözde kesinlik etkisi:

İnsanların gerçekleşmesi kesin olmayan bir sonucu kesinmiş gibi değerlendirmesine ise "sözde kesinlik etkisi" denir.

Sözde kesinlik etkisini, Kahneman ve Tversky yaptıkları deneysel bir çalışma ile şu şekilde açıklamışlardır: Bireylere 2 problem ve çeşitli

¹³⁴ Hande Yaşargil, a.g.m.

¹³⁵ J.A. Kimanau, A Thesis Presented to the faculty of the School of Advanced Airpower Studies for Completion of Graduation Requirements, s.17 'den Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, 1.b., İstanbul: Değişim Yayınları, 2003, s.17.

seçenekler sunulmuştur. Problem 1’de İki aşamalı bir oyunda; birinci aşamada %75 ihtimalle hiçbir şey kazanmaksızın oyuna son verme olasılığı ile %25 olasılıkla ikinci aşamaya geçme fırsatı mevcuttur. İkinci aşamaya ulaşıldığında ise; şu seçimlik durum söz konusu olmaktadır ve oyun başlamadan önce tercih yapılmak zorundadır: a)30 \$ garantili getiri, b)%80 oranla 45\$ kazanma ihtimalidir. Problem 2’de seçeneklerden hangisini tercih edecekleri sorulmuştur: a)%25 oranla 30 \$ elde etme; b)%20 oranla 45 \$ elde etmek... Burada problem 1 de görüldüğü üzere 2.aşamaya geçmenin bir önkoşulu bulunmaktadır. Bu önkoşul düşünüldüğünde a seçeneğinde garantili gibi görünen 30 \$’lık kazancın %25 ihtimalle gerçekleşebileceği; b seçeneğinin ise $0.25 \times 0.80 = 0.20$ ihtimalle 45 \$ kazanma ihtimalinin olduğu görülmektedir. Problem 1 de denekler arasında büyük bir çoğunluk (%74) garantili seçenek olan a seçeneğini tercih etmiştir. Problem 2 de ise; ikinci şık olan b şıkkı, problem 1 de yer alan ve tercih edilmeyen ikinci şık olan b şıkkı ile aynı olmasına rağmen burada tercih edilen seçenek olmuştur. Örnekte de görüldüğü gibi, gerçekte kesin olmayan bir olayın kesinmiş gibi ağırlıklandırıldığı bu durum sözde kesinlik etkisine işaret etmektedir¹³⁶

8- Mülkiyet etkisi:

İnsanlar sahip oldukları bir nesneden vazgeçmek için, onu elde ederken ödemeye razı olacağı değerin üzerinde bir değer talep ederler; çünkü bireyler sahip olduklarını, sahip olmadıklarına oranla daha değerli bulurlar buna “mülkiyet etkisi” denir. (Samuelson bu kavramı statüko eğilimi olarak ifade etmiştir.) Buna benzer bir şekilde insanların sahip olduğu şeyleri ya da statüleri bırakmada isteksiz olmalarına; statükolarını korumaya yönelik güçlü bir eğilim göstermelerine “statüko yanlılığı” denir. Bireylere göre statükolarından vazgeçmenin dezavantajı, avantajına göre daha önemli olmaktadır. Satın alan ile satanın arasındaki fiyat farkı da bundan kaynaklanmaktadır.

Knetsch ve Sinden yaptıkları bir deneysel çalışmada katılımcılara piyango bileti ile 2 \$ arasında tercih yapmaları istenmiştir. Bir süre sonra her

¹³⁶ Daniel Kahneman ve A. Tversky, **a.g.e.**, s. 345.

katılımcıya elindeki piyango bileti (2\$) karşılığında 2 \$ (piyango bileti) elde etme fırsatı verilmiştir. Ancak katılımcıların çok azı değişimi kabul etmiştir. Örnekten anlaşıldığı üzere; mülkiyet etkisi bireylerin piyasa değeri düşen bir varlığı alıkoymak istemesine neden olmaktadır¹³⁷.

Örneğin;100 \$ kaybetmenin yarattığı sıkıntı; beklenmedik bir şekilde bulunan 100 \$'ın verdiği mutluluktan daha büyüktür. Bu nedenle insanlar sahip oldukları şeylerde meydana gelen azalışlara; artışlara oranla daha duyarlı olmaktadır¹³⁸.

Kahneman çalışmalarında riskten kaçınma üzerinde de durmaktadır. Getiri olası olduğunda riskten kaçınmanın, kayıp olası olduğunda riske koşmakta olduklarını belirtmektedir. Örneğin; bir şarapçı dükkânındaki dükkân sahibi, yıllanmış bir şarabına 200 dolar verildiği halde, şarabını satmamaktadır. Ancak ona aynı şarap satılmak istendiğinde ise, 100 dolar bile vermemektedir. Temel ekonomik varsayımlara aykırı gözükken aradaki farktan Kahneman'ın çıkardığı sonuç şudur: Klasik kuram, şaraba sahip olmak ya da olmamak üzerinden kararı açıklamaktadır. Oysa burada, değişim, faydayı belirlemektedir. Birey açısından vermenin, almaktan daha yüklü olduğunu; çünkü kaybetme riskini getirdiğini dile getirmektedir. Kayıptan (ve riskten) kaçınma, statükoyu koruma gibi mekanizmaların kazancı sağlama alma yönünde, satıcının şarabı elinde tutmasını doğurmaktadır¹³⁹.

2.3. PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Geleneksel ekonomi kuramı, bireyin değişmeyen tercihlere sahip olduğunu ve rasyonel olarak bu tercihleri maksimize edeceğini varsaymaktadır. Davranışsal yaklaşım ise; rasyonel dışılık ile birlikte tercihlerin yön değiştirebileceğini, çok sayıda deneysel çalışma içinde psikolojik önyargılar ile destekleyerek açıklamaktadır.

¹³⁷ J.L.Knetsch ve J.A.Sinden, "Willingness to Pay and Compensation Demanded: Experimental Evidence of an Unexpected Disparity in Measures of Value", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.99, Issue: 3, August 1984, ss. 507-521

¹³⁸ Serpil Döm, a.g.e., s.19.

¹³⁹ Yankı Yazgan, a.g.m.

Psikolojik faktörler ve alım satım performansı üzerine günlük olarak 80 adet yatırımcı üzerinde yapılan bir çalışma sonucunda getiri ve kayıplara duygusal reaksiyonları daha yoğun olanların alım-satım performanslarının da daha düşük olduğu görülmüştür¹⁴⁰.

Davranışsal finasta, portföy yeniden düzenlemelerini, varlık getirileri ve yatırımcı seçimleri arasındaki ilişkiyi anlamak için akış ve getiriler üzerinde çalışılmış ve yeniden portföy düzenleme ve günlük getiriler arasında güçlü bir bağ olduğu saptanmıştır. Bu, genel olarak davranışsal finansın da konusudur. Çünkü varlık fiyatlama ve davranışsal finans arasındaki bağ, pay senedi fiyatlarını etkilemektedir. Araştırmacılar, birçok pazar anormalliğinin geniş kullanıma sahip kavramsal hevristik ve kayıptan kaçınma, kendine aşırı güven ile tutarlı olduğunu belirlemişlerdir. Uzmanlar bireylerin bu şekildeki psikolojik hevristik ve önyargılara eğilimli olduklarını göstermişlerdir¹⁴¹.

Psikolojik önyargıların çoğu; bilginin depolanması, düzeltilmesi ve işlenmesinden kaynaklanan algı hatalarından ve insan bilişinin sınırlı olması nedeni ile belirsizlik altında karar vermenin insan psikolojisinde yarattığı önyargılardan kaynaklanmaktadır. Birçok yazılı yayında bireysel yatırımcıların işlem yaparken çeşitli hevristik ve yatkınlık ile motive olduğunu tartışılmaktadır¹⁴².

Psikolojik önyargılar arasında; hevristikler, bilişsel önyargılar, duygusal faktörler yer almaktadır. Aşağıda bu kavramlar detaylı olarak incelenmektedir.

¹⁴⁰ Andrew W. Lo, Dmitry V. Repin ve Brett N. Steenbarger, "Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day-Traders", **American Economic Review**, Vol.95, Issue: 2, May 2005, ss. 352-359

¹⁴¹ William N. Goetzmann, Massimo Massa AND K. Geert Rouwenhorst, "Behavioral Factors in Mutual Fund Flows", Yale ICF Working Paper No. 00-14, December 1999, s.4.

¹⁴² Brad M. Barber, Terrance Odean and Ning Zhu, "Do Noise Traders Move Markets?", **Berkeley Finance Seminars**, Spring 2006

2.3.1. Hevristikler

Hevristik, sorun çözmeye çeşitli sorunlara uygulanabilen ancak doğru çözümü her zaman sağlamayan strateji ya da kestirme yollardır. Araştırmalar göstermiştir ki, beyin bilgiyi analiz etme karmaşıklığını ortadan kaldırmak için birtakım kestirme yollar kullanmaktadır. Bu kestirme yollar beynin var olan bilgiyi tamamen özümsemeden öngöründe bulunmasını sağlar. İşte bu kestirme yollardan birisi de hevristiklerdir¹⁴³.

Hevristikler, beynin büyük miktarda bilgiyi organize edip hızla işlemesini sağlar. Kullanımı oldukça kolay ve pratiktir, çok az düşünmeyi gerektirir. Ancak yeni bilginin doğru olarak analiz edilmesini güçleştirerek yanlış sonuçlara yol açabilmektedir

Hevristiklerin kullanılabilceği başlıca durumlar şunlardır¹⁴⁴:

- 1- Aşırı bilgi yükü olduğunda, kişi bu bilgiyi işlemekte zorlanmakta ve hevristiklere başvurur.
- 2- Kişi bir sorunu dikkatlice düşünme vakti olmadığında kestirme çözüm yolu olarak hevristiklere başvurur.
- 3- Birey için çok fazla önem taşımayan, daha çok şansa bağlı olaylar için çok fazla düşünmemek adına birey hevristiklere başvurur.
- 4- Bireyin karar vermesi gereken, ancak çok az bilgiye sahip olduğu durumlarda hevristiklere başvurulur.

Kahneman ve Tversky'in üzerinde durduğu hevristik türleri şunlardır:

- 1- Mevcudiyet Hevristiki
- 2- Temsililik Hevristiki
- 3- Temel Oranları Reddetme

2.3.1.1. Mevcudiyet Hevristiki

Mevcudiyet Hevristiki (Availability Heuristic), bir şeyin olasılığını hafızadaki yerine göre yargılayan yanıltıcı kestirme yollardır. Psikologlar yaptıkları araştırmalarda; insanların güncel bilgilere dayalı, dikkat çeken,

¹⁴³ Serpil Döm, a.g.e., s.44

¹⁴⁴ Serpil Döm, a.g.e., s.44-45.

göze çarpan bilgilere önem verdiklerini ortaya koymuşlardır. Kişinin çok sık gerçekleşen olayları nadir gerçekleşen olaylara göre daha kolay algıladığını ve akıllarına en çabuk gelen olayların da bu olaylar olduğunu göstermişlerdir. Kahneman ve Tversky ise olayların bu hatırlanabilirliğinin yanlış algılara yol açabileceğini çalışmalarında göstermiştir. Örneğin Türkiye’de 1999 yılında olan depremden sonra deprem sigortalarının arttığı görülmüştür. Bu hevristik; tecrübe ve yaşanan olayların belirleyiciliğine dikkat çekmektedir

İnsanlar mevcut inançlarını destekleyen bilgiyi toplama eğiliminde olduklarından, birey, ulaştığı bilginin doğru olup olmadığı ile çok fazla ilgilenmez. Bu anlamda bireyler; kendi başarılarına ilişkin bilgileri, başarısızlıklarına ilişkin bilgilerden daha çabuk hatırlarlar. Eğer kişi belirli olaylara karşı önyargılı ise, algılaması olasılıkla doğru olamayacaktır. Buna göre; önyargılı medya haberleri de yargılamaları etkileyecektir.

Mevcudiyet hevristiki daha çok belirsizliğin egemen olduğu finansal piyasalarda görülmektedir. Bu aşamada bireyin, örneğin pay senedi piyasasında açılış ve kapanış türünden net ve dikkat çekici bilgiye ağırlık verdiği ve bu haberlere tepki göstererek kimi zaman karlı olmayan işlem emirleri verdiği gözlemlenmektedir¹⁴⁵.

2.3.1.2. Temsillik Hevristiki

Temsillik Hevristiki (Representativeness Heuristic); pay senedi piyasalarında, yatırımcıların “iyi pay senedi iyi şirkete aittir” görüşünden kaynaklanmaktadır. Bireyler, bu yargıya varırken; pay senetlerinin toplam getiri performansına bakmamaktadırlar. Daha iyi getiri sağlayabilecek “kötü şirketlere ait bazı pay senetleri kimi zaman reddedilirken; çok daha fazla para ödenip alınan bazı “iyi şirketlerin pay senetleri” ise bu pay senetlerine göre daha düşük getiri sağlamalarına rağmen tercih edilebilmektedirler

İnsanlar uzun dönem ortalamalara fazla önem vermezken; son dönemlerdeki deneyimlerine daha fazla ağırlık vermektedir. Bu durum “küçük

¹⁴⁵ Serpil Döm, a.g.e., s.48

numaralar kuralı” olarak adlandırılır. Örneğin pay senetleri getirilerinin ABD’de ve Batı Avrupa’da yüksek olduğu 1982-2000 dönemi insanların pay senetlerinin getirilerinin yüksek olmasının normal olduğuna inandırmıştır¹⁴⁶.

Temsililik Hevristiki, yatırımcıları piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmaktan alıkoyarak kayıplara neden olmaktadır. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken “iyi şirketler” ve “iyi pay senetleri” arasındaki farktır. İyi şirketler; kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olan, güçlü getiriler sağlayan ve yüksek büyüme oranına sahip işletmelerdir. İyi pay senetleri ise; diğer pay senetlerine göre daha fazla fiyat artışı gösterenlerdir. Dolayısı ile iyi şirketlerin pay senetleri her zaman “iyi pay senetleri” olmayabilir¹⁴⁷.

2.3.1.3. Temel Oranları Reddetme

Yapılan araştırmalar göstermiştir ki; insanlar temsillik hevristikini abartılı kullanma eğilimi içindedirler. Bireyler, bu hevristiki aşırı kullanırken temel oran bilgisini az kullanmakta; onun yerine yararlanılan durumun ayırmedici özelliklerinden etkilenme eğiliminde olmaktadır. Bu nedenle, bu hevristikin aşırı kullanılmasına temel oranları reddetme ya da temel oran yanılgısı denmektedir. Örneğin, uzaktaki sarışın kişi yeterince yaklaşıp kadar gözlerinin ne renk olduğu görülmemekte; ancak çoğu sarışının mavi gözlü olduğu yargısından yola çıkarak bu kişinin gözlerinin mavi olduğu düşünülmektedir¹⁴⁸.

2.3.2. Bilişsel Önyargılar

Bilişsel çelişki kuramı, insanların davranışlarını değiştirmek için, öncelikle tutumlarının değiştirilmesini gerekli sayan yaygın görüşün aksine, insanların tutumlarını değiştirmenin yolunun, davranışlarını değiştirmekten geçtiğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda bilişsel çelişki kuramı, 'bilincin sosyal gerçekliği değil, sosyal gerçekliğin bilinci belirlediği' tezini ve insanların, bilişsel planda çelişki yaratan biliş, duygu ve davranışlardan kaçındıklarını,

¹⁴⁶ Joy R.Ritter, “Behavioral Finance”, Working Paper, University of Florida, 2002, s.4.

¹⁴⁷ Serpil Döm, a.g.e., s.50.

¹⁴⁸ Serpil Döm, a.g.e., s.52.

biliş öğeleri arasında bir tutarlılık oluşturmaya ve mevcut tutarlılığı korumaya çaba harcadıklarını ön görmektedir¹⁴⁹.

Bilişsel önyargılar çoğu zaman yatırımcılara farklı mental hesaplar arasındaki karlılıkları yok saymalarında rehberlik etmektedir¹⁵⁰.

Bilişsel önyargılar; bireylerin rasyonaliteden şaşkıncı ayrılmalar gösterdiği durumlardır. Bu önyargılar; zihinsel bir soruya cevap verirken resmi ilkelerden yararlanılması ya da tamamen sezgilerden yararlanılması durumunda ve yargı sonucu verilen yanıt ile doğru yanıt arasında sistematik ayrılıklar bulunması durumunda ortaya çıkmaktadırlar.

Sıklıkla görülen önyargılar şunlardır:

- 1- Aşırı Güven ve Risk Unsuru
- 2- Önyargı
- 3- Ayrılma Etkisi
- 4- Zaman Değişkenli Tercihler
- 5- Öncelik Etkisi
- 6- Sonralık Etkisi
- 7- Sulandırma Etkisi

2.3.2.1. Aşırı Güven

Kendine aşırı güven, kavramaya ilişkin psikoloji literatüründe genişçe yer almıştır ve daha sonraki yüksek ya da düşük reaksiyonlu pay senedi pazar modelleri için temel oluşturmuştur¹⁵¹. Aşırı güven bireylerin bilgilerini aşırı, risklerini düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol etme becerilerini abartmalarına neden olmaktadır. Günlük hayatta örneğin sürücülerin %80'i aşırı güven eğilimi içinde olmaktadır.

¹⁴⁹ http://www.bilgiler.com/makale/psikoloji/teoriler/bilissel_celiski_teorisi_odev.html

¹⁵⁰ Meir Statman, "Mental Accounting Bias", **The Monitor**, Behavioral Finance Collection: Cognitive Biases Series, The Investment Management Consultants Association (IMCA), 2006, ss:1-10

¹⁵¹ Kent D. Daniel, Hirshleifer, David A. and Subrahmanyam, Avanidhar, "Investor Psychology and Tests of Factor Pricing Models", **European Financial Management Association**, November 2005, s.28.

Yatırımcıların bilgilerinin doğruluğu aşırı güven sahibi olmalarına katkıda bulunabilir. Ancak bu aşırı güvenin nedenini açıklamaya yeterli değildir. Bu yatırımcılar bilgiyi yanlış yorumlayabilirler¹⁵².

Yatırımcıların pazarı tahmin edebilme yetisini kendilerinde bulmaları da, kendilerine aşırı güvenmeleri risk almalarını da artırmaktadır¹⁵³.

Bireylerin başarılarını kendilerine, başarısızlıklarını ise çevrelerine ve kötü şansa bağlamaları yüklemeye önyargısı olarak adlandırılır ve bu da aşırı güven eğilimine bağlı ve onu arttıran bir olgudur. Bu olgu, çoğu zaman bireyin yanlış kararlar vermesine yol açmakta ve pay senedi piyasasında sıkça karşılaşılmaktadır. Örneğin, yatırım yapmaya yeni başlamış bir bireyin boğa piyasasında, piyasa yükseliş trendine girdiğinde, yüksek karlar elde etmesi tamamen şansa bağlı bir durum iken; birey bunu kendi becerileri ile gerçekleştirdiğine inanmakta, bu da bireyin piyasa işlemlerinde kendine aşırı güven duymasına ve zaman zaman zararlı sonuçlanan yanlış kararlara vermesine neden olmaktadır. Birey için aşırı güveni yenmek kolay bir olgu değildir. İrrasyonel yatırımcıların aşırı güveni, kazanan hisseleri seçme yeteneklerini ve takip etme yeteneklerini aşırı dikkate almasıdır¹⁵⁴.

Aşırı güven olgusunu arttıran bir diğer eğilim ise bireyin bilgi yanılmasıdır. Bilgi yanılması, bireyin çok fazla bilgiye sahip olarak tahmin doğruluğunun artacağına inanması sonucu ortaya çıkmaktadır. Oysaki bireyin elde ettiği fazla bilgilerin yol açacağı birtakım sorunlar vardır. Bunlardan bazıları şunlardır¹⁵⁵:

1. Elde edilen bazı fazla bilgiler kişileri yanlış yönlendirebilmektedir. Örneğin; 6 yönlü bir zar atımında her bir sayının gelme olasılığı 1/6'dır. Son 3 zarın sonucunun 4 olduğu bilgisi kişiye verilmiş olsa dahi, bu bilgi bireyin bu bilgi bireyin tahminin doğru olma olasılığı

¹⁵² Terrance Odean, **American Economic Review**, Vol. 89, Issue: 5, December 1999, s.1280.

¹⁵³ Dan Mevins, "Goals-based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance", **The Journal of Wealth Management**, Vol.6, No:4, Spring 2004

¹⁵⁴ Meir Statman, "Martha Stewart's Lessons In Behavioral Finance", **Journal of Investment Consulting (IMCA)**, Volume 7, Number 2, Winter 2005, s.5-6.

¹⁵⁵ Serpil Döm, a.g.e., s.62-88

değiştirmemekte, tahmin şansını arttırmamaktadır. Her bir sayının gelme olasılığı yine 1/6 olmaktadır. Edinilen bu bilgi, yalnızca bireyi tahminlerinde daha fazla bilgiye sahip olduğunu düşündürerek, kendisine daha fazla güvenli yapmaktadır. Özellikle geçmişe yönelik edinilen ek bilgiler bireyin kararında etkili olmaktadır. Örneğin bir pay senedinin geçen yılki getirisi %45; bir önceki yıl getirisi ise %20 ise birey getiri tahmininde önceki yıl bilgisini de dikkate almaktadır¹⁵⁶. Geçmiştekilere daha fazla ağırlık vermek, sadece psikolojik deneylerde yapılan bir değerlendirme hatasıdır ve pay senedi piyasası dışında da birçok alanda yapılmaktadır¹⁵⁷.

2. Bireylerin bilgi yanılmasına düşmesinin bir nedeni de; yatırımcıların doğru bilgiye ulaşımlar dahi bunu değerlendirebilecek yeterlilikte olmamalarıdır. Günümüzde internet teknolojisi yatırımcıya geçmiş ve geleceğe yönelik profesyonel bilgi kaynaklarına da ulaşma imkânı vermektedir. Ancak çoğu bireysel yatırımcı profesyonel yatırımcıların sahip olduğu bilgi ve deneyimlere sahip olamadığından elde ettikleri bu bilgileri doğru yorumlayamamakta ve yanlış kararlar verebilmektedir.
3. Bireyler objektif davranma yerine önceki bilgilerini destekleyici bilgiler aramaktadırlar. Bu nedenle bireylerin bu yönde edindiği bilgiler, önyargılı kararlar almalarına neden olup; bilgi yanılmasına neden olmaktadır.

Tüm bu sorunlara neden olan ve bireyin aşırı güven duygusunu tetikleyen bilgi yanılması arttıran birtakım faktörler vardır. Bunlar:

Seçme: Örneğin bir şans oyunu oynayan birey tesadüfî olarak seçtiği sayılar yerine, kendi şanslı olduğuna inandığı favori sayılarını yazarak bu oyunda daha şanslı olacağını düşünmektedir.

¹⁵⁶ J.R. Nofsinger, **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... and What to Do About It**, Published by FT Prentice Hall, 1st Edition, 2001

¹⁵⁷ Christopher H. Browne, "Value Investing and Behavioral Finance", Working Paper, Columbia Business School, 2000, s.7. (http://www.tweedy.com/library_docs/papers/ColumbiaSpeech2000.pdf)

Sonuç dizimi: Örneğin boğa piyasasında, bilgiye dayalı olmadan şans sonucu yatırımında getiri elde eden birey, bunun kendi başarısı olduğuna inanmak isteyecek, bu pozitif sonuç onun diğer yatırımlarında kontrol yanılmasına düşmesine sebep olacaktır.

Aşına olma: Bireylerin edindikleri bilgiler, birbirleri ile iletişimleri sonucu aşına oldukları şirket ve bunların pay sentlerini tercih etme eğilimleri kontrol yanılmasına yol açmaktadır.

İnsanlar yetenekleri konusunda normalden fazla güvene sahiptirler. Girişimciler çoğu zaman fazla kendine güvenme eğilimlidirler. Aşırı kendine güven durumu birkaç şekilde ortaya çıkar. İlk örnek olarak az çeşitlendirmeyi alabiliriz. Birçok insan yerel ve bildiği İşletmelere yatırım yapmaktadır. Çeşitlendirme bakış açısından yanlış bir düşüncedir çünkü bir varlığın değeri aslında İşletmenin geleceğiyle sıkı sıkıya ilişkilidir. Örneğin Detroit'teki otomobil çalışanlarını, Hong Kong'daki yapı endüstrisi çalışanlarını ya da Silikon vadisindeki hardware yazılımcılarını düşünelim. Bu kişiler daha çok çalıştıkları İşletmeler için yatırım yapmaktadırlar¹⁵⁸.

Bilgi: Bilgi olarak tanımladığımız pek çok şey gerçekte doğru olmayan, söylenti ya da geçerliliğini yitirmiş şeyler olmakla birlikte bu türden bilgiler olayları anlamaya yardımcı olmamaktadır ve kontrol yanılması arttırmaktadır.

Aktif katılım: Kişi bir işe dahil oldukça kontrol yanılması artmaktadır. Örneğin; bir takıma ya da bir siyasi partiye dahil olan bireyler, bazı önemli risklere kayıtsız kalmaktadırlar ve arzu ettikleri şeylere inanmaktadırlar. Futbolseverler kendi takımlarının kazanma ihtimalini fazla büyütmeleri yada bir siyasi adayı destekleyenler adaylarının kazanma ihtimalini yine fazla büyütmeleri buna örnek verilebilmektedir¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Joy R.Ritter, a.g.k., s.3.

¹⁵⁹ Robert J. Shiller, " Behavioral Economics and Institutional Innovation ", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No.1499, January 2005, s.14. (<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d14b/d1499.pdf>)

Birçok ekonomist politikaların da yer aldığı daha fazla seçim yapmanın daha iyi olduğunu düşünmektedirler. Fakat davranışsal finans, çok fazla karar almanın bazen iyi olmayabileceği görüşündedir¹⁶⁰.

Aşırı güven ayrıca bireylerin riske karşı tutumlarını da etkilemektedir. Beklenen Fayda Kuramı'na göre; rasyonel yatırımcılar riski minimize, getirileri maksimize etmeye çalışmaktadırlar. KT ye göre ise; beklenen riskten çok algılanan risk önemlidir. Aşırı güvenli yatırımcılar buradaki algılanan risk kavramını yanlış yorumlamaktadırlar. Ellerindeki pay senetlerinden yüksek getiri sağlayacaklarına inan yatırımcılar; çok az risk taşıdıklarını düşünmektedirler. Oysaki aşırı güvenli yatırımcılar, genellikle yüksek risk içeren küçük ve yeni şirket pat senetlerini satın alma eğiliminde olduklarından ve portföylerini düşük çeşitlendirdiklerinden yüksek risk taşımaktadırlar¹⁶¹.

İnternet teknolojisi yatırımcıların aşırı güven taşımalarına neden olmaktadır. Günümüzde örneğin Amerika'da E*Trade ve Ameritrade gibi online aracı kurumlar hizmet sunmaktadırlar. Bireyin kolay erişimi, düşük komisyon ile işlem yapması bu hizmete olan talebi artırırken; tüm bu avantajlar kimi zaman bireye bir takım dezavantajlar yaratabilmektedir. Bilgiye çok hızlı ve bol sahip olunması; bilgi ve kontrol yanılsamalarına neden olmakta; bireyde pişmanlık, kolay para etkisi, aşırı güven ve telafi etme gibi önyargılara neden olmaktadır.

Aşırı güven duygusu işlem hacmini arttırmakta bu da piyasa derinliğini ve oynaklığını arttırmaktadır. Çünkü birey kendi duygularından aşırı emin olduğu için başkalarının fikirlerini dikkate almamaktadır. Yapılan araştırmalarda işlem sıklığı arttıkça bireyin elde edeceği yıllık net getirinin piyasa ortalamasının altına düştüğü; ancak çok sık işlem yapmayan bireylerin ise yıllık ortalama getirilerinin piyasa ortalamasının üzerine çıktığı saptanmıştır. İşlem sıklığı bireyin piyasada aşırı güven sahibi olduğunun bir göstergesidir. Aşırı güvenli bireyin sahip olduğu yoğun bilgi ise maliyet ifade

¹⁶⁰ Bruce Stangle, "Market Efficiency Versus Behavioral Finance", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol:17, No:3, A Morgan Stanley Publication, Summer 2005, ss.124-134

¹⁶¹ Serpil Döm, a.g.e., s.66-67

eder. Ancak artan işlem hacmi her zaman kötü bir işaret olarak algılanmamalıdır. Çünkü doğru bilgi ve yüksek yorumlama yeteneğine sahip bireyler yaptıkları işlemlerden yüksek getiriler elde edebilmektedirler¹⁶².

Yapılan araştırmalar göstermiştir ki, erkekler %45-60 oranında kadınlara oranla daha fazla işlem yapmakta ve yalnızca erkeklere özgü olan olaylarda aşırı güvenli olarak hareket etmektedirler. Yatırım davranışı bireylerce çoğu zaman erkeklere özgü bir olay olarak nitelendirilmekte, dolayısı ile yatırım davranışında erkeklerin kadınlara oranla daha fazla aşırı güvenli hareket etmektedir¹⁶³.

Bireyin kendi bilgilerini destekleyen bilgiler hariç, desteklemeyen bilgileri de dikkate alması; yargılarının doğruluğuna ilişkin geri bildirim çok çabuk alması (örneğin at yarışı oynayanlarda olduğu gibi) gibi faktörler aşırı güveni azaltma ya da ortadan kaldırmada etkilidir.

2.3.2.2. Önyargı

Önyargı, bireyin belli konularda gösterdiği peşin hüküm ve yargılardır. Einstein önyargıyı “değiştirilmesi atomu parçalamaktan daha zor olan şey” olarak tanımlamaktadır. Bu davranış bireyin yatırım kararını etkilemektedir. Aşağıda bireyin yatırım kararını etkileyen başlıca önyargılar anlatılmaktadır.

2.3.2.2.1. İnançta İsrar ve Doğrulayıcı Önyargı

İnançta ısrar ve doğrulayıcı önyargı; bireylerin kendi inanç ve görüşlerini destekleyici bilgileri arama eğiliminde olmalarından kaynaklanmaktadır.

Bu eğilimi gösteren Bruner ve Potter'ın 1964 yılındaki deneysel çalışmasında; 90 kişilik bir denek grubuna karanlık bir odada, ne olduğunun belirlenmesi imkânsız olan bir resim gösterilmiştir. Resim, aşama aşama, çok az bulanık kalıncaya dek bireyleri odak noktasına getirilmektedir. Ve deneklerden resmin ne olduğunu tahmin etmeleri istenmiştir. Çalışmaya

¹⁶² Serpil Döm, a.g.e., s.73.

¹⁶³ Brad Barber and T.Odeon, a.g.e., s.261-292.

katılan deneklerin çoğunluğu zamanının %25'ini düzeltme yaparak geçirmişlerdir. Diğer bir grup deneğe ise; resim aşama aşama değil, direkt olarak çok az bulanık hali ile gösterilmiştir. Ve deneklerin tahminleri alındığında doğruluk payının üç katı arttığı gözlemlenmiştir. Sonuç olarak ise, önceki hipotezlerini zayıf bulgulara dayandıran bireyler; sonra elde ettikleri güçlü ve doğru bilgilere rağmen doğru bir şekilde değerlendirme ve yorumlamada güçlük çekmektedirler. Bu görüş Halo Etkisi ile desteklenmektedir. Halo Etkisi'nde, bir bireyi önemli bir karakteristiğini beğenen bir kişiyi, bu bireyi değerlendirirken diğer özelliklerinin de olumlu değerlendirilmesine neden olmaktadır¹⁶⁴.

Pay senedi piyasasında bir aracı kurumdaki yatırım uzmanı tavsiyeleri ve yatırım yapan birey arasında aynı etkiyi görmek mümkündür. Birey, yatırım uzmanının daha önceki bir önerisi ile yüksek getiri elde etmiş ise sonraki yatırım kararlarında bu uzmanın tüm önerilerini kesin ve güvenilir bir bilgi olarak düşünebilir. Buna dayanarak riskli ve zarar içeren yatırımlara girebilir.

2.3.2.2.2. Geri Görüş Önyargısı

İnsanlar bilgi verici olay ortaya çıkmadan önceki inançlarını abartma eğiliminde olmaktadır. İnsanların önceden hatalı olarak; "böyle olacağını zaten biliyorduk" ya da "zaten belliydi" şeklinde düşünme eğilimi içine girerek; sonucu doğru bir şekilde tahmin ettiklerini söyleme eğilimine geri görüş önyargısı (Hindsight Bias) denir¹⁶⁵. Günlük hayatta, politikacılarda özellikle seçimi kazandıktan sonra gözlenmektedir. Bu önyargı bireyin kendisini daha iyi hissetmesine ve öz saygınlığını arttırmasına neden olurken; yatırımcı pişmanlığının da önemli bir unsuru olmaktadır. Çünkü bu önyargı ile hareket eden birey dünyanın daha tahmin edilebilir olduğunu düşünerek aşırı güvenle hareket edecektir ve zarar yaratan pek çok işleme girecektir.

¹⁶⁴ Aronson, **The Social Animal**, Six Edition, New York: W.H. Freeman and Company, 1992

¹⁶⁵ M.Rabin, "Psychology and Economics", **Journal of Economic Literature**, Vol.36, Issue:1, March 1998, ss. 11-46

Geri görüş önyargısı bireylerin mevcut inanç, tutum ve hipotezlerini devam ettirme ve koruma eğiliminde olduklarını; dolayısı ile insan bilincinin tutucu olduğu önermesini desteklemektedir.

2.3.2.2.3. Optimizm Önyargısı

Bireylerin birçoğunun optimizm önyargısının etkisi altında olduğu gözlemlenmiştir. Bu önyargının günlük hayatta en bilinen örneği; sürücülerin kendi sürme yeteneklerine ilişkin gösterdikleri yaklaşımdır. Yapılan araştırmalar sürücülerin %80'inin kendi sürüş yeteneklerini ortalamanın üzerinde değerlendirdiğini ortaya koymaktadır.

Optimistler kendi kontrolleri dışındaki olayları düşük tahmin etme eğilimindedirler. Bu önyargıya maruz kalan bireylerin diğer bazı duygusal önyargıları da taşıdığı saptanmıştır. Bu durumda mevcut etkilerin büyüdüğü gözlemlenmiştir. Optimizm ile kontrol yanılması etkisinde kalan bireylerin geleceklerini kontrol altına alma derecesini abarttıkları, şansın rolünü düşük olarak algıladıkları saptanmıştır. Aşırı güven ve optimizm duygusunun birleşimi ise; bireylerin bilgilerine aşırı güven duymasına ve yine olayları kontrol etme yeteneklerini abartıp; mevcut riskleri düşük tahmin etmelerine neden olmaktadır¹⁶⁶.

Optimizm önyargısına finansal piyasalarda özellikle analistlerin birçoğunun maruz kaldığı gözlemlenmektedir. Bunun nedenlerinden biri; analistlerin izledikleri İşletme yöneticileri ile iyi ilişkiler kurma ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Çünkü şirketler kendi hisselerine ilişkin negatif araştırma sunan analistlere karşı durumu; analistlerin bilgi alma istediğini reddetme, şirket konferans ve toplantılarına çağırılmama ve hatta fiziki zarar vermeye kadar gidebilen, tehdit unsuru olarak kullanılmaktadırlar. Diğer bir neden ise, bir şirket için optimistik getiri tahminin, şirket hisselerini alıma yönlendireceği ve bu da toplam aracı kurum komisyonlarını arttıracığı yönündedir¹⁶⁷.

¹⁶⁶ D.Kahneman and A.Tversky, **a.g.e.**, s.3-68.

¹⁶⁷ R.Espahbodi, A.Dugar and H.Tehrani, "Further Evidence on Optimism in Analyst: Forecasts", **Review of Financial Economics**, Vol. 10, 2001, ss.1-21

Ancak tüm bunlara rağmen analistlerin bu önyargı sonrasında katlanacakları maliyetler; verecekleri tahminlerin analistlerin yasal sorumlulukları ve saygınlıklarını etkileyeceğidir.

2.3.2.2.4. Aşına Olma Önyargısı

İnsanların aşına oldukları şeyleri, bilmediklerine tercih ettikleri görülmektedir. Örneğin iki riskli seçenek ile karşılaşan bireyler; az bilgi sahibi olduklarını, hiç bilgi sahibi olmadıklarına tercih etmektedirler. Ya da kazanma olasılığı eşit olan iki seçenektен, daha çok tecrübeye sahip olduklarını seçmektedirler. Bazen bireylerin kazanma ihtimali düşük olan seçeneğe, daha fazla risk taşıyan ancak aşına oldukları seçeneği de tercih ettikleri uygulamalarda sık sık gözlemlenmektedir¹⁶⁸.

Aşına olma önyargısı (Familiarity Bias), bireylerin aşına olunan pay senetlerine yatırım yaparak; algılanan riski gerçek riske kıyasla daha düşük göstermelerine ve düşük çeşitlenmeye gidilmesine neden olmaktadır.

2.3.2.3. Ayrılma Etkisi

Bir bilgi gerçekte bireyin vereceği karar için önemli olmamasına ya da önemli olsa dahi bu bilgiyi dikkate almaksızın karar verecek olmasına rağmen; bu bilgi açığa çıkıncaya kadar karar vermesini erteleme eğilimine ayrılma etkisi (Disjunction Effect) denir.

2.3.2.4. Zaman Değişkenli Tercihler

Bireyler gelecekte yüksek getiriler elde etmek için, kısa vadeli beklentilerinden vazgeçmede isteksiz davranmaktadırlar. Yani kısa vadeli düşük getirileri, uzun vadeli yüksek getirilere tercih etmektedirler. Örneğin insanların pek çoğu 100.000 YTL'lik hemen ödeme yapmayı öngören bir çeki; 200.000 YTL'lik ancak iki yıldan önce ödeme yapmayacak olan çeke tercih etmektedirler. Bireylerin kısa zamanda fayda sağlayan ve algılanan

¹⁶⁸ J.R. Nofsinger, *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... and What to Do About It*, Published by FT Prentice Hall, 1st Edition, 2001

maliyetlerini geciktiren seçenekleri tercih ettikleri birçok deneysel çalışmada kanıtlanmıştır¹⁶⁹.

2.3.2.5. Öncelik Etkisi

Bilginin geliş sırası bireyin yargılamalarını etkilemektedir. Öncelik etkisi (Primacy Effect), ilk alınan bilginin bireyin üzerinde daha etkili olması eğilimidir. Örneğin aşağıdaki iki cümlelerin kişinin zihninde yarattığı “Ayşe” imajına dikkat edilecek olursa:

1. Ayşe iyi bir anne, iyi bir iş kadını, çalışkan, ukala, düşünmeden hareket eden, eleştiren, inatçı ve kıskanç biridir.
2. Ayşe kıskanç, inatçı, eleştiren, düşünmeden hareket eden, iyi bir anne, iyi bir iş kadını ve çalışkan biridir.

Örnekte; her iki cümle de Ayşe'ye ilişkin aynı bilgileri içermektedir. Birinci cümlede Ayşe'nin pozitif özellikleri ilk önce sıralanmış; ikinci cümlede negatif özellikleri önce sıralanmıştır. Bu durum ise; Ayşe'nin birinci durumda pozitif; ikinci durumda ise negatif değerlendirilmesine neden olmuştur.

2.3.2.6. Sonralık Etkisi

Bilginin geliş sırası bireyin yargılamalarını etkilemektedir. Sonralık etkisi (Recency Effect), son alınan bilginin bazen bireyin üzerinde daha etkili olması eğilimidir. Bugünkü olaylara geçici olarak, geçmişteki önemli olaylara kıyasla daha fazla ağırlık vermek de sonralık etkisini yansıtmaktadır.

Sonralık etkisinin, öncelik etkisine kıyasla daha yaygın olduğu söylenmektedir. Örneğin bir analistin performansı değerlendirilirken bazen son olarak verdiği hatalı yatırım kararı ile başarısı ölçülmektedir. Böylece analistin geçmişteki performansı göz ardı edilmektedir.

¹⁶⁹ J.D. Hanson and D.A. Kysar, “Talking Behavioralism Serously: The Problem of Market Manipulation”, **New York University Law Review**, 1999, s.630-749.

2.3.2.7. Sulandırma Etkisi

Bilginin sıralaması kadar miktarı da bireylerin kararlarında etkili olmaktadır. Fazla bilgi bazen çok faydalı ve yardımcı olmakla birlikte; bazen de yanlış algı ve değerlendirmelere neden olmaktadır. Sulandırma etkisi (Dilution Effect) işte bu fazla olan bazı nötr ya da ilişkili olmayan bilgilerin yargılamayı ya da düşünceyi zayıflatma eğilimidir¹⁷⁰.

Aşağıdaki iki cümlenin, kişinin zihninde yarattığı etki sulandırma etkisine örnektir:

1. Ali, okulun dışında artakalan zamanlarını bir kütüphanede çalışarak geçirmektedir.
2. Ayşe, okulun dışında artakalan zamanlarını bir kütüphanede çalışarak geçirmektedir. Ayşe bir erkek ve iki kız kardeşe sahiptir. Yaz tatillerinde teyzesinin yazlığına gitmektedir.

Örnekte ikinci durumda, Ayşe hakkında verilen ilgisiz ve teşhis edici olmayan bilgi, durum aynı olsa dahi, Ali'nin Ayşe'den daha zeki gözükmemesine neden olmuştur. Bu örnekte olduğu gibi pay senetleri hakkındaki aşırı bilgi yükü, pay senetlerinin satış çekiciliğinin azalmasına ve yanlış yönlendirmeler ile gerekli olmayan yönlere dikkat çekilmesine neden olmaktadır.

2.3.3. Duygusal Faktörler

Bilişsel etkenler, açıklandığı üzere, bilgiyi organize etme şekliyle ilgilidir. Duygusal etkenler ise; söz konusu bilgiyi kaydederken insanların hissetme yönüyle ilgilidir. Bilişsel faktörlerin daha fazla gündeme getirilip, gözler önüne serilme nedeni, duygusal faktörlerin saptanıp ölçülmesinin zor olmasıdır.

Aşağıda duygusal etkenler ve bu etkenlerin yarattığı önyargılar ele alınmaktadır.

¹⁷⁰ Serpil Döm, a.g.e., s.87.

2.3.3.1. Pişman Olma Kuramı

Pişmanlık insanların verdikleri yanlış kararlardan ötürü maruz kaldıkları üzüntü duygusudur. Bu duygusal reaksiyon daha sonra verecekleri kararlar üzerinde de etkili olmaktadır.

Pişmanlık kuramı (Aavoiding Regret), pay senedi piyasasında, yatırımcıların portföylerinde bulunan değer kaybeden pay senetlerini satmayı geciktirmeleri; değer kazananları ise elden çıkarmalarına neden olur. Bu davranışın temelinde yatan yatırımcı psikolojisi ise şudur: Yatırımcı değeri artan pay senedini portföyünden çıkartarak, bu pay senedinin değeri ilerde düşmesi halinde yaşayacağı yeni bir pişmanlığı önlemiş olduğuna inanır.

Birçok finans kuramı da yatırımcıların portföylerini sürekli kontrol ettikleri ve yatırım kararlarını düzenledikleri varsayımları üzerinde durmaktadır¹⁷¹.

Yatırımcılar belli bir yatırımdan para kazanma ümidini kaybetmek istemez. Bu nedenle de çoğu yatırımcı kaybetmekte olan pay senetlerini kayıpla satmayacaktır. Bu isteksizlik ise çoğu zaman yatırımcının daha büyük kayıplara uğramasına neden olacaktır¹⁷².

Satın alınması düşünülen bir pay senedinden vazgeçildikten sonra, bu pay senedinin değer kazanması durumunda yatırımcının göstereceği duygusal reaksiyon da pişmanlık duygusu olarak tanımlanmaktadır.

Piyasada doğru olan; nasıl ki araba kullanan birey gideceği yeri düşünerek ve ileri bakarak arabayı yönetiyorsa; yatırımcının da pay senedini aldığı seviyeyi düşünmeden, ilerideki getiri potansiyellerini düşünerek pay senedini yönetmesidir.

Türkiye'deki yatırımcıların pek çoğu bu duygusal reaksiyondan etkilenecek; kaybeden pay senetlerini piyasa düşerken dahi ellerinde tutmaya

¹⁷¹ Malcolm Baker , Joshua Coval and Jeremy Stein, "Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance", **Journal of Financial Economics**, Volume 84, Issue 2, May 2007, ss. 266-298

¹⁷² H. Shrefin and M.Statman, **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing**, US:Oxford University Press, 2000, S.24.

devam ederler. Bu yatırımcılar, pişmanlık duygusal etkisi ile zarardayken satmak yanlış yapıldığının bir göstergesi olarak düşündüklerinden ve bunu gururlarına yediremediklerinden dolayı piyasa düşerken pay senetlerini daha fazla elinde tutmaktadırlar.

2.3.3.2. Yatkinlık Etkisi

Yatkinlık etkisi (Disposition Effect); yatırımcıların pişmanlık eğilimi neticesinde oluşan bir etkidir. İnsanların kötü yatırım yaptığı gerçeği ile yüzleşmemek gibi duygusal nedenler ile kaybeden pay senetlerini ellerinde tutup; kazanan pay senetlerini elden çıkarma eğilimidir. Bu eğilim psikolojik açıdan pek çok nedenle açıklanmaktadır. Ancak temelinde Kahneman ve Tversky'nin öne sürdüğü statüko etkisine dayanmaktadır. Örneğin borsa yükselirken yatırımcının elinde bulundurduğu pay senedinin değeri düştüğünde; yatırımcının yaptığı seçimi doğrultusunda yaşadığı pişmanlık artacak ve bu pay senedini bu duygudan kaçınmak için, satmaktan kaçınacaktır. Pay senedinin genel piyasada yaşanan düşüşten dolayı düşmesi durumunda ise yatırımcının pişmanlık duygusu azalacak ve satışa eğilimi artacaktır. Görüldüğü üzere yatırımcılar kararlarının hatalı olduğu gerçeğini kabul etmek istemezler ve buna dayanarak başlangıçta verdikleri kararı sürdürmeyi tercih ederler¹⁷³. Bu noktada eğilimlerin çoğu zaman bireyin uzun dönemli hedeflerini ve umduğu bütçe hedeflerini yerine getirememesine sebep olduğu da unutulmamalıdır¹⁷⁴.

Biri yükselen, diğeri düşen iki pay senedine sahip olan yatırımcının likidite ihtiyacı olduğunu düşünülduğünde; yatırımcı bu ihtiyacını karşılamak için, yatkinlık etkisi ile muhtemelen artış gösteren pay senedini satacaktır.

Karakter etkisi insanların pay senedi kayıpları sırasında satmamaları oysa getirileri sırasında satış yapmalarınıdır. Örneğin 30 USD'den alınan bir pay senedinin 22 dolara düştükten sonra 28 USD'ye çıktığını düşünelim. Birçok insan pay senedi 30 dolara yeniden ulaşana kadar satmamaktadır.

¹⁷³ J.R. Nofsinger, a.g.k., s.52.

¹⁷⁴ Penelope Wang, "What Money Type Are You?", **Published in Money Magazine**, August 2005, s.89. (http://money.cnn.com/2005/07/07/pf/money_type_0508/index.htm)

Karakter etkisi ortalama pay senedi işlem hacmi üzerinde de etkilidir. Fiyatların yükselişe geçtiği dönemlerde işlem hacminin artmasına yönelik, düşmeye başladığında ise azalmaya yönelik eğilim göstermiştir. Örneğin fiyatların 1980-1990 arasında düştüğü Japonya borsasında işlem hacmi de %80 azalmıştır¹⁷⁵. 19 Ekim 1987 döneminde Japon borsalarında meydana gelen olaylarda; Tokyo borsaları ani bir kriz yaşamasına rağmen New York borsasındaki gibi bir panik görülmemiştir. Çünkü Tokyo borsası daha kurumsal ve düzenlenmiş bir yapıya sabırlı yatırımcılarla birlikte sahiptir¹⁷⁶.Günlük işlemlere bakıldığında ise örneğin; Taiwan borsasında günlük işlem yapan yatırımcılar incelenmiş ve araştırmalarının sonucunda günlük yatırımcıların toplam günlük işlem hacminin neredeyse %97'sini gerçekleştirdiğini tespit etmiştir¹⁷⁷.

Yatırımcılar yatırım kararlarını farklı farklı çerçevelemektedirler. Bazı yatırımcılar kendilerine bir referans noktası belirlerler. Belirlenen bu referans noktası çoğu zaman pay senedini satın alma fiyatıdır. Yatırımcılar, ellerinde bulunan ve kaybetmekte olan pay senetlerini, fiyatları bu satın alma fiyatına yani referans noktasına gelinceye kadar satmayacaklardır. Onun yerine kazanan pay senetlerini satmayı tercih edeceklerdir.

Yatkınlık etkisinin temelini oluşturan statükoculuk; seçimlere olan akıl dışı bağlılığın yanı sıra genel olarak ısrarcılık yaklaşımının ve bireyin sahip olduğu, elimizde tuttuğu varlıklara olan bağlılığıdır. Örneğin; bir sınıftaki öğrencilerin yarısına üzeri süslemeli kahve bardakları, diğer yarısına da büyük birer parça çikolata hediye edilmiştir. Hemen sonrasında ise aldıklarını, diğer hediyeler ile değiştirebilecekleri belirtilmiştir. Pek çok kişinin hediyesini değiştirebileceği umulurken; on kişiden sadece biri kendisininkini değer hediye ile değiştirmek istemiştir¹⁷⁸. Örnekteki basit kurulumda dahi, pek çok kişi seçim yapmak yerine mevcut durumlarını korumayı tercih

¹⁷⁵ Joy R.Ritter, a.g.k, s.5.

¹⁷⁶ Ulrike Schaede. "Black Monday in New York, Blue Tuesday in Tokyo: The October 1987 Crash in Japan.",Research Program in Finance Working Paper Series No.203, University of California at Berkeley, December 1990, s.3.

¹⁷⁷ Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean, "Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan", Working Papers, University of California at Berkeley, May 2004, s. 20.

¹⁷⁸ Aysun Özen, "Yürekten Bağlılık: Nereye Kadar?", **Pivolka**, Sayı:14, ss.15-17.

etmektedir. Çünkü seçim bir çaba gerektirmektedir. Mevcut durumu değiştirme fikri bile, bireyde şüphe ve korku hissi yaratır. Bu duygular ise, alternatifler ne kadar parlak olurlarsa olsunlar mevcut durumun korunmasına neden olur.

Yatkınlık etkisi, bireylerin önceki yatırım getirilerinin risk alma eğilimlerini etkilemektedir. Bu etki, yatırımcıya ait getiriler risk alma eğilimini arttıracak; kayıplar ise riskten kaçmasına neden olacaktır.

Ekonomik ve finansal haberleri çok yakından takip eden bireyler de, finansal kararlarında bu haberlerden etkilenmektedirler. Bu etkilenme çoğu zaman yatkınlık etkisi ile sonuçlanmaktadır. Ancak finansal ve ekonomik haberler piyasada ve bunun doğrultusunda yatırımcıların kararlarında farklı farklı etkilere yol açmaktadırlar. Örneğin; iyi finansal haberler pay senedi fiyatlarında artışa neden olup, yatırımcıları pay senetlerini satışa yönlendirirken; kötü finansal haberler ise pay senetlerini ellerinde tutmaya yönlendirecektir. Bu tamamen yatkınlık etkisi ile tutarlıdır. Ancak ekonomik haberler, bireyin kararları üzerinde aynı etkiyi yaratmayacaktır. Çünkü finansal haberlerden ziyade ekonomik haberler, sadece yatırım yapılan şirkete ve sektörüne ait pay senetlerini değil; tüm şirketlere ait pay senetlerini etkileyecektir. Örneğin; iyi ekonomik haberler hisseye ait fiyatları yükseltecek ancak satıma neden olmayacaktır. Bu ise yatkınlık etkisi ile ters düşecektir¹⁷⁹.

2.3.3.3. Bilişsel Çelişki Kuramı

Bireyin inançları veya bilgisinin birbirleriyle ya da davranış eğilimleri ile uyummadığı durum bilişsel çelişkidir (Cognitive Dissonance Theory). Bu durum; hatalı inançlardan kaynaklanan bir tür pişmanlık duygusudur.

Bilişsel çelişkiyi azaltma ya da elemine etmek mümkündür. Bunu sağlayan yollardan birincisi "bilişi değiştirmektir. Örneğin; oldukça kilolu olan birisi, aşırı kilonun kalp krizi gibi sağlık sorunlarına yol açtığını öğrendiğinde

¹⁷⁹ Serpil Döm, a.g.e., s.98.

çelişki yaşayacaktır. Çünkü aşırı yemenin sağlık için zararlı olduğu bilişi; yemek yemenin bireye verdiği mutluluk ile çelişecektir. Bu kişi söz konusu çelişkiyi; davranışını değiştirerek, yani kilo almayı engelleyecek bir diyet programına başlayarak azaltabilmektedir. Alternatif bir diğer yol ise; bireyin “yeni bilişler eklemesidir. Aşırı kilolu olan bu kişi, kilonun sağlık üzerindeki etkilerine ilişkin bilişini değiştirerek yani kalp krizi gibi sağlık sorunlarına yol açmadığına inanarak çelişkiyi ortadan kaldırmasıdır. Bu birey bunun için yeni bilişler geliştirmektedir. Mesela bol bol yemenin pozitif etkileri üzerinde durmakta ve aşırı yemenin vücutta gerekli vitamin stoku yaptığına, stresi azalttığına, mutluluk hormonunu arttırdığına vs. inanabilmektedir. Birey yine başka bir yol olan mevcut bilişinin önemini değiştirme ile karşı karşıya kaldığı bu bilişsel çelişkiyi azaltabilmekte ya da ortadan kaldırabilmektedir. Aynı örnekteki aşırı kilolu bu birey, mevcut durumunu sigara içmenin yarattığı riskler ile karşılaştırıldığında kilolu olmanın sağlığa zararının ihmal edilebilir olduğunu düşünerek çelişkili bilişin önemini azaltabilmektedir. Buna ilave olarak birey, uyumlu bilişlerin önemini arttırarak da bu çelişkiden kurtulmanın yollarını arayabilmektedir. Bu birey, yemek yemekten zevk aldığını ve mutluluğunun çok önemli bir parçası olduğunu neden olarak gösterebilmektedir. Görüldüğü üzere, bireyin geçmişte vermiş olduğu yemek yeme kararı ve sonuçları ne olursa olsun bu kararını haklı çıkarma ihtiyacı bilişsel çelişkidir. Bunun nedeni ise, tamamen kişinin pozitif imajını koruma isteğidir. Bu durum tamamen savunma mekanizmasına dayanır; kişinin kendisini iyi, akıllı, değerli gösterme kaygısıdır¹⁸⁰.

2.3.3.4. Hedonik Düzeltme

Bireyler riskli seçimlerde; pozitif sonuçları elde etmeye çalışmak yerine negatif sonuçlardan kaçma eğilimine girmektedirler. Bu anlamda, birey için bir bahis söz konusu olduğunda; öncelikle seçenekleri hoşnut olacağı şekilde düzelterektedir. Bu duruma hedonik düzeltme denir.

Hedonik düzeltme ile bireyin önceki getirileri kendisinin risk alma eğilimin arttırırken; önceki kayıpları ise risk alma eğiliminden kaçınmasına neden

¹⁸⁰ Serpil Döm, a.g.e., s.100-104

olacaktır. Burada bireyin önceki getirilerinin, risk isteğini arttırıp; bahsi kabul etmesine neden olmasına kolay para etkisi (house - money effect) denir. Bahse giren bireyler bu kazançlarını kendi paraları gibi görmezler ve kumarda kazandıkları para ile bahis oynuyormuş gibi hareket ederler. Bu etki bireyin pay senedini karla satmasının ardından yaşadığı aşırı güvene dayanmakta ve yüksek riske açık hale getirmektedir. Bunun tam tersine önceki deneyimlerini kayıpla kapatmış olan bireyler ise riskten kaçınırlar. Özellikle ilk kez pay senedi yatırımı yapmış olan bir birey; pay senedinin fiyatının hızla düşmesi durumunda, hemen pay senedinden çıkmayı düşünebilir. Bu durum ise yatırımcının uzun vadede pay senetleri piyasasında kaçınmasına neden olabilir. Söz konusu etki altında karar veren bireylerin çoğunlukla gösterdikleri tepki ise, aldıkları ve fiyatı düşen pay senedinin mevcut fiyatı, en azından satın aldıkları fiyata yani başabaş noktasına gelene kadar beklemektir. Bu ise çoğu zaman bireyin zararının artmasına neden olmaktadır¹⁸¹.

2.4. YATIRIMCI DUYARLILIĞI

Geleneksel varlık fiyatlandırma modellerinin en temel varsayımlarından biri, tüm yatırımcıların rasyonel olduğudur. Ancak finans piyasalarında işlem yapan tüm yatırımcılar rasyonel olmayıp; duygusal etkilerle kararlar alabilmektedirler. Yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre işlem yapmakta, bazen de piyasa bilgilerine gerekenden az veya fazla reaksiyon göstermektedirler. Bu duygusal davranışlar rasgele bir karakterde olmak yerine sistematik bir hale geldiğinde finans piyasalarında ek bir risk kaynağı haline gelebilmektedir. Yatırımcıların hevristiklere dayalı inançları yatırımcı duyarlılığıdır. Yatırımcıların aşırı reaksiyon ya da düşük reaksiyon gösterdiği durumlarda; fiyatlar olması gereken değerden ya da rasyonel piyasa değerinden uzaklaşmaktadır. Rasyonel yatırımcılar işlemlerin diğer yanında

¹⁸¹ R.H. Thaler and E.J. Johnson, "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice", **Management Science**, No:35, 1990, ss.643-660

yer alarak, er geç fiyatların olması gereken seviyeye gelmesini sağlamaktadırlar¹⁸².

Yapılan araştırmalar, pay senedi fiyatlarının İşletmelerle ilgili haberlere ve açıklamalara her zaman çabuk yanıt veremediğini ve yatırımcılar ile piyasa uzmanlarının bu haber ve açıklamalara aşırı tepki verebildiğini ortaya koymuştur. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, İşletmelere ilişkin açıklamalara düşük veya aşırı reaksiyon gösterebilmektedir.

Aşağıda yatırımcı duyarlılığı kuramının temelini teşkil eden aşırı reaksiyon (Overreaction) ve düşük reaksiyon gösterme (Underreaction) kavramları ile söylenti ticareti incelenmiştir.

2.4.1. Düşük Reaksiyon Gösterme

Getiri açıklamaları türünden haberlere pay senedi fiyatlarının düşük reaksiyon (Underreaction) göstermektedir. Pay senedi fiyatlarının aşırı veya düşük reaksiyon göstermesi, pay senedi fiyatlarının incelendiği dönemin uzunluğuna bağlıdır. Farklı süreler kullanılarak gerçekleştirilen çok sayıda çalışma, üç ve on iki ay arası süreler için yapılan gözlemler ise pay senetlerinin düşük reaksiyon gösterdiği sonucunu vermiştir.

Yatırımcıların şirket getirilerine ilişkin haberleri yorumlarken tutuculuk ve temsillik hevristikleri bu davranışı etkilemektedir.

Davranışsal finasta düşük reaksiyon gösterme psikolojideki tutuculuk ilkesi ile açıklanmaktadır. Tutuculuk, yeni bilgiler karşısında bireylerin tutumlarını değiştirmede yavaş olmalarını ifade etmektedir. Tutucu olan bireyler, bir getiri açıklamasının içeriğine ilişkin bilgiye kayıtsız kalabilmektedir. Bu nedenle de yatırımcılar önceki getiri tahminlerine bağlı kalmakta ve getiri duyurularına karşılık kısmen düzeltme yapabilmektedir¹⁸³.

Olaylar değiştiğinde kişilerin değişime ayak uydurmakta yavaş oldukları görülmektedir. Başka bir deyişle normalde olan ve devam eden şeylere daha

¹⁸² Serpil Dm, a.g.e., s.119-120.

¹⁸³ H. Shrefin and M.Statman, a.g.e., s.103.

fazla güvenmektedirler. Tutuculuk eğilimi temsil eğilimiyle savaş halindedir. Olaylar değiştiğinde tutuculuk eğilimine göre insanlar daha az tepki verebilirler. Fakat süreç uzunsa uzun dönem ortalamalardan farklı olarak normalin üstünde tepki verebilirler¹⁸⁴.

2.4.2. Aşırı Reaksiyon Gösterme

Uzun süre iyi haberler kaydeden menkul kıymetler aşırı fiyatlandırılma eğilimi taşımakta ve sonradan ise düşük ortalama gelirlere sahip olmaktadır. Pay senedi piyasasındaki yatırımcıların, bir işletmenin mali görünümüne ilişkin kısa vadeli iyi ve kötü haberlere düşük reaksiyon; orta ve uzun vadede ise aşırı reaksiyon (Overreaction) verdiği ortaya konmaktadır. Bir dizi iyi haber açıklamasından sonra yatırımcının gelecekteki haber açıklamalarına ilişkin aşırı derecede iyimser olmaya başlaması aşırı reaksiyon göstermesine neden olarak, pay senedi fiyatlarını aşırı derecede yükseltmektedir. Ancak gelişen olaylar haberler düşük getirilere yol açmaktadır. Buna benzer bir dizi kötü haber kaydeden pay senetleri, düşük değerlendirilmeye başlanmakta ve yüksek getiriler sağlayabileceği yönünde değerlendirilmektedir.

Pay senedi fiyatlarının aşırı veya düşük reaksiyon göstermesi, pay senedi fiyatlarının incelendiği dönemin uzunluğuna bağlıdır. Farklı süreler kullanılarak gerçekleştirilen çok sayıda çalışma, aşırı reaksiyonun büyük ölçüde bir aydan kısa veya bir yıldan daha uzun sürelerde gözlemlendiğini ortaya koymuştur. Uzun süre iyi haberler ve bilgiler yayılan menkul kıymetler aşırı değerlendirilmektedir. Yatırımcılar, yatırım kararları alırken, en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken; temel oran bilgilerine daha az ağırlık vermektedir. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, pay senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden kaynaklandığı kabul edilmektedir¹⁸⁵.

Yatırımcıların şirket getirilerine ilişkin haberleri yorumlarken tutuculuk ve temsillik hevristikleri bu davranışı etkilemektedir. Davranışsal finansta aşırı

¹⁸⁴ Joy R.Ritter, a.g.k, s.5.

¹⁸⁵ Serpil Döm, a.g.e., s.122-128

reaksiyon gösterme temsililik ilkesi ile açıklanmaktadır. Birey bazen bir olayın olasılığını, temel özelliklerinin ana topluluğa benzerlik derecesine göre değerlendirmektedir. Örneğin, bir bireyin kişiliklerine ilişkin özelliklerin; belirli bir meslek grubu ile örtüşüğünü varsayıldığında; bireyin o mesleğe ait olma olasılığı aşırı tahmin edilebilmektedir. Bu durumda, temsil eden açıklamaya aşırı ağırlık vererek, istatistikî bilgilere düşük ağırlık verilmiş olunur. Temsililik hevristikinin en son ve dikkat çekici olaylara çok fazla ağırlık verilmesine neden olması; kısa vadeli getirilere önem verirken, uzun vadeli getirilere önem verilmemesine neden olmaktadır. Bu nedenle de, en iyi ya da en kötü olarak sınıflandırılan pat senetlerine yönelik bu düşünceler geleceğe yönelik kararları şekillendirmekte ve aşırı reaksiyon gösterilmesi ile sonuçlanmaktadır.

2.4.3. Söylenti Ticareti

Yatırımcıların menkul kıymetlere olan taleplerindeki değişikliklerin bir kısmı rasyoneldir. Talepteki rasyonel değişimler, kamuya açıklanan bilgilere gösterilen reaksiyonu yansıtmaktadır. Ancak talepteki tüm değişimler rasyonel nedenlere dayanmamakta; bir kısmı yatırımcıların beklentileri ve duyarlılıklarından kaynaklanmaktadır. Bu tip değişiklikler, yatırımcıların doğru olmayan sinyallere yanıtı şeklinde olabilmektedir. Doğru olmayan bu sinyaller, “söylenti” olarak adlandırılmakta; söylentiye dayalı olarak işlem yapanlar ise “söylenti tacirleri” olarak adlandırılmaktadır. Söylenti tacirleri, geleceğe ilişkin beklentileri, duyarlılıklarının etkisi altında olan yatırımcılardır¹⁸⁶.

Yatırımcılar bazen bilgiye, bazen de söylentilere dayalı olarak, yatırım kararlarını verdiklerinden; finans piyasalarında işlem yapan tüm bireylerin bilgi ve söylenti kavramlarını birbirinden ayırt etmelidirler. Bilgiye dayalı olarak yatırım yapmak doğru; söylentilere bağlı olarak yatırım yapmak ise yanlış bir karardır. Söylenti, yatırımcıların gözlemlerini mükemmellikten uzaklaştırmakta ve beklenen getirinin tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır.

¹⁸⁶ Serkan Yılmaz Kandır, “Yatırımcı Duyarlılığının IMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi”, (Teksir: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005), s. 5. (<http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCIDUYARLILIGININ.pdf>)

Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyoneldir. Söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp duyarlılıklarının etkisi altındadır. Söylenti tacirleri, beklenen getirileri bazen yüksek, bazen de düşük tahmin etmektedirler. Rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri kendi inançlarına göre işlem yapmaktadırlar. Eğer söylenti tacirlerinin duyarlılıkları, çok sayıda menkul kıymeti etkiliyor ve söylenti tacirleri arasında genel olarak paylaşılıyorsa böyle bir risk çeşitlendirmeye giderilemez. Yatırımcı duyarlılığından kaynaklanan bu risk, fiyatlanması gereken bir risk kaynağı haline gelir. Söylenti ticareti riskine maruz kalan menkul kıymetler, diğer menkul kıymetlere göre daha yüksek getiri sağlayacaklar ve gerçek değerlerine göre daha düşük fiyatlandırılacaklardır¹⁸⁷.

2.5. BİREYİN MENTAL MUHASEBESİ

Büyük işletmelerden bireylere kadar tüm organizasyonlar için muhasebe sistemleri bulunmaktadır. İşletmeler, parasal işlemleri, muhasebe hesapları vasıtası ile takip etmektedir. Bireyler de, benzer şekilde, her bir kararını, aksiyonunu ve bunlara ilişkin fayda ve maliyetlerini ayrı bir mental hesaba kaydederler. Bir seçeneğe ait olan sonuç, zihinsel hesaba kaydedildikten sonra, o sonucun değerlendirilmesini etkilemektedir. Böylece zihinsel hesapların varlığı, bireylerin kararlarını etkilemektedir.

Bireyin mental muhasebesi (zihinsel muhasebe); getiri ve kayıplarının referans noktalarında yer alması hesaplar üzerine oluşur¹⁸⁸.

Zihinsel muhasebe bireylerin işlemleri, yatırımları ve diğer finansal sonuçları değerlendirmek için kullandığı dolaylı methodları kapsamaktadır¹⁸⁹.

Zihinsel muhasebe, yatırımcıların verdikleri finansal kararlara ilişkin sonuçları nasıl değerlendirdikleri ile ilgilenmektedir. Zihinsel muhasebe

¹⁸⁷ Serkan Yılmaz Kandır, a.g.k., s. 6.

¹⁸⁸ Mark Grinblatt and Bing Han, "Prospect Theory, Mental Accounting, and Momentum", **Journal of Financial Economics**, Volume 78, Issue 2, November 2005, ss. 311-339

¹⁸⁹ Shlomo Benartzi and Richard Thaler, "Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior", **Journal of Economic Perspectives**, Forthcoming, Vol.21, Issue:3, ss. 81-104

sistemlerinin varlığı, yatırımcıların rasyonel olmayan finansal kararlar almasına neden olabilmektedir. Farklı işlemlerin farklı zihinsel hesaplara kaydedilmesi ve zihinsel hesapların birbirinden bağımsız olarak değerlendirilmesi yatırımcıların zamanlama ve menkul kıymet seçimi gibi konularda hatalı kararlar almalarına yol açabilmektedir.

Bireyin psikolojisi yatırım kararlarındaki risk alma eğilimini ve getiri beklentisinin yatırımların da farklılaşmasına neden olmakta ve ayrı bir mental hesapla gösterilmektedir. Bu nedenle de bireyin portföyü yatırımlar piramidine dönüşmektedir. Piramidin her bir katı farklı risk-getiri beklentisine bağlı varlıkları(yatırımları) göstermektedir. Bireyler mental hesapların ilişkili yatırım amaçlarının dağılımına göre portföyler oluşturmaktadır. Bu bireyin davranışsal portföyüdür.

İnsanlar bazen birlikte düşünülmesi gereken kararları ayrı olarak ele almaktadırlar. Örneğin yemek için ayrı eğlence için ayrı bir bütçe ayırmaktadırlar. Evde ıstakoz ve karides yememektedirler, çünkü evde diğer balık çeşidini yemek daha ucuzdur. Fakat bir restorana gittiklerinde diğer balık çeşitlerine göre çok daha yüksek fiyatlı olan karides ve ıstakozu ısmarlamaktadırlar. Aslında evde ıstakoz ve karides, dışarıda ise balık yenilse para biriktirilebilir. Fakat insanlar restoran yemeklerini ve evde yemek yemeyi ayrı ayrı değerlendirmektedirler¹⁹⁰.

Bireyin mental muhasebesi Nofsinger'in 2001 yılında yapmış olduğu deneysel bir çalışma ile açıklanacak olursa¹⁹¹: Pittsburg'daki Phillips Konservatuvarı'nın 91 ziyaretçisine aşağıdaki sorular yöneltilmiştir:

Durum 1: Yeni eviniz için 6 ay önceden maliyeti 1200 \$ olan çamaşır makinesini finanse etmede iki seçenikle karşı karşıya olduğunuzu varsayalım.

- a- Çamaşır makinesini almadan önce her ay eşit 200 \$ ödemeler
- b- Çamaşır makinesini aldıktan sonra her ay eşit 200 \$ ödemeler

¹⁹⁰ Joy R.Ritter, a.g.k, s.4.

¹⁹¹ J.R. Nofsinger, a.g.e

Burada iki seçeneğin maliyeti de aynıdır. Tek fark maliyetin zamanlanması yönündedir. Bu örnekte yer alan deneklerin %84'ü b seçeneğini tercih etmektedir, ödemelerini ertelemektedir.

Durum 2: 6 ay öncesi, şimdiden Karayipler'e 1 haftalık bir tatil yapmayı planladığınızı ve tatili finanse etmek için iki seçenek ile karşı karşıya olduğunuzu varsayalım.

a- Tatile çıkmadan önce her ay eşit 200 \$ ödemeler

b- Tatile çıktıktan sonra her ay eşit 200 \$ ödemeler

Durum 2'de yer alan iki seçeneğin de maliyeti aynıdır. Buradaki fark da durum 1'de olduğu gibi maliyetin zamanlanması yönündedir. Söz konusu durumda deneklerin %60'ı a seçeneğini tercih etmiştir. Açık bir şekilde görülüyor ki; ödeme ertelenmemekte, fayda ortaya çıkmadan önce yapılmaktadır. Durum 1'de ortaya çıkan fayda uzun yıllar sürdürülebilecek; ancak durum 2'de ortaya çıkacak olan fayda ise, kısa sürede tüketilecektir. Birey tatile çıkmadan önce yapacağı ödemenin alacağı fayda ve keyfi arttıracığı görüşündedir. Her iki durumda da görüldüğü üzere; mal ve hizmetler hızla tüketildiğinde, insanlar borçtan kaçınma eğilimindedirler. Tüketilmiş olan bir fayda için ödeme yapmak istemezler. Ancak tüketim uzun yıllara yayılıyorsa; bu malın ödemesi de uzun yıllara yayılabilir.

Durum 3: 6 ay boyunca hafta sonları yapılacak birkaç saatlik bir çalışma için; bireylere ödemeyi ne zaman almak istedikleri sorulmuştur. İki seçenekleri olduğu varsayalım;

a- Çalışma öncesi hemen

b- İşin tamamlanmasından sonra

Deneklerin %66'sının b seçeneğini seçtiği görülmüştür. Oysa rasyonel olarak bireyler; ödemeleri geciktiren, gelirleri hızlandıran alternatifleri seçmektedirler. Burada bireylerin seçimini belirleyen tutumu; ücretini hemen alması gibi kısa vadeli bir fayda için 6 ay boyunca hafta sonları çalışma gibi uzun vadeli bir borç altına girme isteği olmuştur.

2.5.1. Mental Muhasebe ve Batık Maliyet

Bireyler karar verirken gerek mevcut gerekse gelecekteki fayda ve maliyetleri karşılaştırarak karar verirler. Bireylerin karar verirken tarihi ve geri dönülmez maliyetleri dikkate almasına batık maliyet etkisi denir. Bu etki, bir Pareto'nun 2001 yılında yaptığı deneysel bir örnek çalışma ile şu şekilde açıklanmaktadır¹⁹²:

1. *Durum'da* bireylere şu soru yöneltilmiştir: "Kişi başı 20 \$ olan bir tiyatro gösterisine yetişmeye çalıştığınızı ve oraya ulaştığınızda 20 \$ tutarındaki parayı kaybettiğinizi varsayalım. Bilet için 20 \$ ödemede bulunur musunuz?" Yapılan araştırmada insanların % 88'inin ödemede bulunmayı tercih ettiği belirlenmiştir.

2. *Durum*: "20 \$ bilet parasını önceden ödediğiniz biletinizi kaybettiğinizi ve durumu tiyatroya gelince fark ettiğinizi düşünelim. Bu durumda yeni bir 20 \$ ödeyip bilet satın alır mısınız?" soruna verilen yanıtlarda ise; insanların %40'ının yeni bir bilet almayı kabul ettiği saptanmıştır. Ancak yapılan gözlemlerde, insanların 20 \$ bilet kaybettiği durumda değil; 20 \$ para kaybettiği durumda yeni bir bilet almayı kabul ettikleri tespit edilmiştir. Çünkü 20 \$ para kaybeden birey, farklı seçimleri doğrultusunda açmış olduğu mental hesabında, kaybedilen para ile tiyatronun maliyeti arasında doğrudan bir ilişki kurmamaktadır. Bileti kaybeden yatırımcının maliyeti ise, bu ilişki mental hesabında kurulduğundan, 40 \$'a çıkmaktadır. Görüldüğü üzere, bireylerin verdikleri kararlarda batık maliyet etkisi büyük önem taşımaktadır.

İnsanlar vakit, para, emek ya da herhangi bir başka kaynak ayırarak bir seçime yatırım yaparlar ve bu seçimden kendilerince bir getiri beklentileri vardır. Ancak işlerin beklenen şekilde ilerlememesi bireyin çoğu zaman kararlarına saplanıp kalmasına neden olmaktadır. Yukarıda örneklerle bahsettiğimiz batık maliyetin başlangıcı aslında bu bireyin bağlılık tuzağına yakalanması ile başlamaktadır. Bunu hayatının birçok noktasında yaşayan

¹⁹² C. Pareto, "What Motivates Investors", 2001, ss. 1-5.

birey pay senedi piyasasında da yaşamaktadır. Değeri düşen pay senetlerini satmamak, çok yatırım yapılan ancak beklenen getiriler alınamayan yatırım projelerini durduramamak, tatmin sağlanmadığı halde yıllarca çalışmaya devam edilen işten ayrılamamak, hatta durakta otobüs beklemeye başladıktan sonra geç kalınacak bile olsa “çok bekledim birazdan gelmesi gerek” diyerek alternatif araçlara yönelmemek bile bu tuzaktan kaynaklanır. Zararın başındayken dönme fırsatını kaçırmaya yol açan bu tuzak, özellikle batık maliyet kaygısını ön plana çıkarıp; karlı olanaklara yönelmeyi engeller¹⁹³.

Batık maliyet tuzağına yakalanmamak adına Warren Buffet’in şu sözü pay senedi piyasasında çokça duyulmuştur: “Bir çukurdan çıkmak istiyorsanız yapabileceğiniz en iyi şey kazanmaktan vazgeçmektir.” Burada bahsedilen “kazandıktan vazgeçmek” davranışı piyasadaki “stop loss” satışlarını ifade eder. Stop loss; pay senedi fiyatlarının sürekli düşmesi ve daha fazla elde tutmanın zararlı olduğu durumlarda yatırım uzmanları tarafından verilen bir öneri; pay senedinin daha fazla zarar ettirmeden elden çıkartılmasıdır.

Psikologlara göre insanlar yatırım yapmak sureti ile bir seçime bağlandıkları zaman, ilk yatırımları artık anlamsız hale gelse bile, sonraki yatırımları da artık bu seçimi destekleyecek yönde oluyor. Arkes ve Blumer’in batık maliyet ile sonuçlanabilecek bağlanma tuzaklarına dikkat çeken deneylerden birinde deneklere şu soru yöneltilmiştir: “Bir havayolu şirketinin yönetim kurulu başkanısınız ve bir hayalet uçak geliştirme projesine tam 10 milyon dolar yatırmış durumdasınız. Tam projenin %90 tamamlandığı sırada rakip işletmelerden biri sizinkinden daha ekonomik ve daha hızlı olduğu aşikâr bir hayalet uçağı piyasaya sürüyor. Bu durumda yine de projeyi tamamlamak üzere geri kalan %10'luk yatırımı yapar mısınız?” Deneklerin %85'i kalan parayı da yatırıp sonuçta öteki uçakla rekabet edilemeyecek bir ürün çıkacak olsa da projeyi tamamlayacağını ifade etmiştir. Aynı soru diğer bir denek grubuna da önceden yatırılan 10 milyon

¹⁹³ Aysun Özen, a.g.m., s.15-17

dolar bahsedilmeden sorulmuştur. Bu gruptan ise sadece %17 oranında projeye devam yanıtı gelmiştir¹⁹⁴.

2.5.2. Mental Muhasebe ve Yatırım

Menkul kıymetlerin portföy olarak mı gruplanması gerektiği ve ne sıklıkla gözden geçirileceği bireylerin mental muhasebesine bağlıdır. Örneğin; kararlarını dar bir çerçevede ele alan birey, kısa vadeli seçimler yapacak ve geçmiş sonuçları da ele alacaktır. Birey kayıp ve getirilerini çok sık değerlendirecektir.

Bazen yatırımcılar geçmiş dönemlerdeki ekonomik iyileşme dönemlerinde sağladıkları büyük getirilere ilişkin mental hesaplar yaratmakta ve şimdiki vasat düzeyde olan ya da kaybeden pay senetlerini elde tutmaktadırlar. Bu da çoğu zaman zararlı sonuçlanan işlemlere maruz kalmalarına neden olmaktadır. Yatırımcılar kayıpla sonuçlanan işlemlerin yaratacağı pişmanlık duygusu ile bu hatalı yatırımlarını kapatmak istememektedirler. Getiri ile sonuçlanan işlemleri ise, yatırımcıya yarattığı gurur nedeni ile çok çabuk elden çıkarılmaktadırlar.

Kayıpla sonuçlanan bir işlemin, yatırımcı tarafından kapatılmak istenmeyeceği bir durumda yatırım uzmanlarının “varlıklarını transfer et” deyimini ile hareket edilmelidir. Bu kavram, uzmanların iknalarında kullanacakları sihirli kelimelerden birisidir. Kayıpla sonuçlanan bir işlemi kapatmak istemeyen yatırımcı böylece, bir mental hesabı kayıpla kapatma yerine, bu tarz bir çerçeveleme ile yeni bir hesaba tahsis edecektir¹⁹⁵.

2.5.3. Mental Muhasebe ve Çeşitlendirme

Geleneksel kuramda portföye ne kadar çok pay senedi alınır ve farklı sektörlere dağıtılsa çeşitlendirme etkisinin o kadar etkili olacağı düşünülmektedir. Yatırımlar arasındaki korelasyondan faydalanmak portföy oluşturmada ve riski azaltmada en önemli araçlardan birisidir. Ancak

¹⁹⁴ Aysun Özen, a.g.m., s.15-17.

¹⁹⁵ H. Shrefin and M.Statman, a.g.e., s.27.

yatırımcılar ellerinde bulunan menkul kıymetlerin her birinin getiri ve riskine önem vermekte; her bir satın alma kararında ayrı bir hesap açmaktadırlar. Oysaki önemli olan her bir menkul kıymetin değil, portföyün beklenen risk ve getirisi olmalıdır. Bu anlamda mental hesaplar arasındaki korelasyon önem taşımaktadır. Yatırımcıların pek çoğunun aşına olma, aşırı güven gibi önyargılarla riski yanlış yorumladığı ve düşük çeşitlendirme ile yüksek riske ve düşük getirilere, hatta kayıplara uğradığı gözlemlenmektedir. Bu anlamda yatırımcıların gösterdikleri davranışlar geleneksel yaklaşım ile bağdaşmamaktadır¹⁹⁶.

2.6. SÜRÜ DAVRANIŞI

Yatırımcıların edindikleri bilgiler ışığında işlem yaptıkları ve bu bilgilerin fiyatlara yansıdığı ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, finans piyasaları uzun vadede bilgisel bakımdan güçlü, formda etkindir. Ancak yatırımcıların kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre davranmaları durumunda bu etkinlik ortadan kalkabilmektedir. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu yatırımcı davranışı tipi, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır.

Sürü davranışı; bir grup yatırımcının aynı varlığa ilişkin aynı yönde ve aynı zamanda işlem yapmasıdır. Finansal krizlerin yaşandığı ortamlarda olumsuz ve istenmeyen bir davranış olarak ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar ve fon yöneticileri ya yeterli bilgiye sahip olmadan riskli işlere girmekte ya da kendi özel bilgisini reddederek sürü davranışı göstermektedir¹⁹⁷.

Başkalarını örnek alan yatırımcılar, ya diğer yatırımcılardan etkilenecek ya da onları taklit edecektir. Örneğin bir yatırımcı, diğer yatırımcıların kararlarını bilmeksizin yatırım yapmaya karar veriyor ve diğer yatırımcıların söz konusu yatırımı yapmayacakları kararlarını öğrendikten sonra kendi kararını değiştirip o da bu yatırımı yapmıyor ise, bu durumda sürü psikolojisine girmiş sayılır. Ya da bunun tam aksine yatırımcının herhangi bir yatırımı yapmama kararı alması ve sonrasında etrafındaki diğer yatırımcıların

¹⁹⁶ Serpil Döm, a.g.e., s.117-118.

¹⁹⁷ Serpil Döm, a.g.e., s.134-135.

bu yatırımı yapacağı bilgisine ulaşp kararını değiştirmesi ve söz konusu yatırımı yapması durumunda yine sürü davranışı göstermiş olur.

Yatırımcının diğer yatırımcıları gözlemledikten sonra kararını değiştirmesinde birtakım nedenler vardır. Bunlardan birisi; diğer yatırımcıları söz konusu yatırımın getirisi hakkında daha fazla bilgiye sahip olması ve davranışlarının bu bilgiyi ortaya çıkarmasıdır. Bir diğer nedeni ise, yatırımcının diğer bireylere uyum gösterme tercihidir. Analiz etme ve karar verme süreci maliyetli bir süreç olduğundan, bireyin başkasının bilgisine güvenmenin daha makul ve ekonomik bir karar olduğunu düşünerek karar vermiş olması da sürü psikolojisine yol açan nedenler arasındadır.

Sürü davranışı, diğer yatırımcıların davranışlarını kopyalama isteği ile sonuçlanmaktadır. Ancak; benzer şartlar içinde bulunan, benzer bilgilere sahip olan ve aynı karar sorunu ile karşı karşıya bulunan bireylerin davranışlarını bu tanımdan ayırmak gerekir. Söz konusu durum bir örnek ile açıklanacak olursa: Piyasada faiz oranlarının aniden artmaya başladığı varsayıldığı varsayalım. Bu durumda yatırımcılar, portföylerinde daha az oranda pay senedi tutmak isteyeceklerdir. Bu tepki piyasadaki diğer yatırımcıların bu davranışı göstermesinden kaynaklanmamaktadır. Bunun yerine faizlerin artması gibi herkesçe bilinen bir bilgiye yatırımcının reaksiyon göstermesidir. Söz konusu durum içindeki birey sürü davranışı göstermiş sayılmamaktadır. Bu davranış yönelimli sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır¹⁹⁸.

Sürü davranışını açıklamada iki temel yaklaşım söz konusudur:

- 1- Rasyonel sürü davranışı
- 2- İrrasyonel sürü davranışı

2.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı, temelde temsil sorunundan kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, kendi çıkarlarını ve itibarlarını korumak adına sahip oldukları

¹⁹⁸ S.Bikhchandani and S.Sharma, "Herd Behavior in Financial Markets", **IMF Staff Papers**, Vol. 47, Issue:3, 2001, s.1-32

bilgiyi kullanmayabilmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler¹⁹⁹.

Finansal piyasalarda rasyonel sürü davranışına ilişkin pek çok neden öne sürülmektedir. Bunlardan birkaçına aşağıda değinilmektedir:

2.6.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı ve Şelaleler

İki hastaneden hangisinin daha iyi olduğuna ilişkin bir karar verilecek olsun. İlk birey kendi karar ve seçimleri ile hareket edecektir. Ancak sonrasında gelen bireyler bu ilk bireyin görüşlerinden etkilenecektir ve rasyonel olarak kendi sinyallerini reddedecektir. Hatalı verilen ilk sinyal, diğer seçimleri de yanlış yönlendirecektir. Çünkü bireyler birbirleri ile iletişim halindedir ve birbirlerinin davranışlarını gözlemlemektedir. Bu ise bireylerin ekonomik ve zahmetsiz bilgiye ulaşmalarına neden olacak; birey diğer bireylerin bilgisine güvenecektir.

Sürü davranışına yönelik araştırmalar yapılan Abhijit Banerjee benzer bir örnek ile bu davranışı açıklamaktadır; birey iki restoran arasında hangisinin iyi olduğuna dair seçim yapmak istediğinde; daha önce seçim yapmış olan bireylerin davranışları onun için örnek oluşturmaktadır. Diğer bireylerin tercih ettiği restorana dair hizmet, temizlik vs. diğer restoranlardan daha kötü olsa da diğer bireylerin seçtiği restorana gitmeyi tercih edecektir²⁰⁰.

Bireylerin, daha iyi bilgiye sahip olduklarına inandıkları diğer bireyleri taklit etmesi ve kendi sahip oldukları bilgileri reddetmeleri durumunda şelale ortaya çıkmaktadır. Şelale davranışı, bireylerin kendi çıkarları yönünde hareket ederek, taklit ederek ve bilgiye dayalı olmadan hareket etmelerine ve ardından gelen bireylerin de bu yönde hareket etmelerine neden olarak bilginin zayıflamasına ve etkin olmayan sonuçlara neden olmaktadır. Şelale başladığı zaman bilgi çoğalımı durur. Şelalenin başlama olasılığı karar veren birkaç bireyden sonra oldukça yüksektir. Oysaki şelale davranışına girmeden

¹⁹⁹ Serkan Yılmaz Kandir, a.g.k., s. 4

²⁰⁰ Robert J. Shiller, "Conversation, Information, and Herd Behavior", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1092, May 1995

önce karar verici ikinci bireyin kendi bilgisini kullanması, kendinden sonra gelecek diğer bireyleri de buna teşvik edecek ve bilgi birikimine katkıda bulunacaktır. Şelale davranışı daha bilgili bireylerin gelmesi ya da yeni bilginin kamuoyuna girmesi ile son bulmaktadır²⁰¹.

2.6.1.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

Yatırımcılar ters yönlü hareketlerin rasyonel karar vericiler olarak kendi saygınlıklarına zarar verecekleri korkusu ile kendi bilgilerine göre hareket etmekten kaçınırlar. Çünkü onlara göre diğerlerinin peşinden gitmek, piyasada mevcut olan sinyalleri desteklediklerini ve diğer yatırımcılar ile aynı sinyalleri aldıklarını gösterecektir. Bu karar karlı olmasa da, diğer yatırımcılar ile suçu paylaşma eğilimine girecek ve yatırımcının saygınlığı açısından kötü sonuç vermeyecektir. Ancak zıt pozisyon alan birey, diğer bireyler aynı pozisyonda olduğu için akılsız olarak kabul edilecek ve bu da saygınlığını yitirmesine, başarısız olarak değerlendirilmesine neden olacaktır. Bu nedenle bireylerin çoğu, saygınlığa dayalı sürü davranışı ile diğerlerini izleme eğiliminde olacaktır.

2.6.1.3. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı

Fon yöneticilerinin başarısı ve ücretlendirilmesi kendi mutlak performanslarından ziyade, diğer yöneticiler ile karşılaştırmalı performanslarına dayalı olarak ölçülmekte, ellerinde bulunan portföyler ile ortaya konulmaktadır. Bu da yöneticilerin mevcut portföyleri ile diğer yöneticilerin portföylerini kıyaslamalarına ve diğerlerinin sahip oldukları getirileri ulaşabilmek için sürü davranışı göstermelerine neden olmaktadır²⁰².

2.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı, bireylerin sürü davranışını bilgisel etkilerle açıklarken; rasyonel olmayan sürü davranışı (Irrational Herding), sosyal baskı ve moda ile ilişkilendirmektedir.

²⁰¹ Serpil Döm, a.g.e., s.138-143

²⁰² Serpil Döm, a.g.e., s.145-146.

Sosyal baskı bireyin yatırım kararını ve dolayısı ile de yatırım davranışını etkilemektedir. Çünkü birey, çeşitli pay senetlerine ilişkin diğer insanların fikirlerini öğrendikçe, dikkatli ve formel analizler yerine, sürü hissine kapılarak hareket etmeye başlayacaktır. Özellikle pay senedi piyasasında zamanlama ve hız önem taşımaktadır. Bu nedenle de yatırımcılar anlık kararlar vermek durumunda kalabilmektedirler. Bu da onları taklit etme ve sosyal baskı ile hareket etmeye yönlendirebilmektedir. Bu davranış ile ortaya çıkan sürü davranışı ise, piyasa fiyatlarını etkilemektedir²⁰³.

Rasyonel olmayan sürü davranışı büyük ölçüde yatırımcı psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, yatırımcılar inançlarını ve bilgilerini terk ederek diğer yatırımcıların davranışlarını takip edebilmektedirler.

Rasyonel olmayan sürü davranışı bir örnek yardımı ile açıklanırsa; Tek bir denek 7 ya da 9 kişi ile birlikte (hepsi deneğin yakın arkadaşları olmak üzere) bir masanın etrafında oturmaktadır. Gruba değişik uzunlukta üç düşey çizgiden oluşan bir şekil gösterilmekte ve grup üyelerinden, hangi çizginin diğer standart olarak çizilmiş çizgi ile aynı uzunlukta olup olmadığına karar vermeleri istenmektedir. Daha sonra ise bireyler sıra ile kararlarını açıklamaktadırlar. Asıl denek sıralamaya göre son kişiden bir önceki kişi olarak konumlandırılmıştır. Hangi yargının doğru olduğu bellidir. Amaç grup baskısının bireyin kararı üzerindeki etkisini saptamaktır. Gözlemlerde, herkesin birçok denemede aynı yanıt verdiği saptanmıştır. Araştırmacı ile işbirliği içinde olan bazı deneklere ise, yanlış yanıt vermeleri için gizlice talimat verilmiştir. Ancak doğru yanıt belirgin olmasına rağmen, bireylerin grup kararına uyduğu gözlemlenmiştir. Çünkü birey kendi kararı ile grubun kararı çeliştiğinde, dışlanma ve diğerlerinin onun yetersiz olduğuna inanması endişesi taşımaktadır²⁰⁴.

Yapılan araştırmalarda, gelişmiş ülke piyasalarında sürü davranışına ilişkin bulgulara rastlanılmamıştır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sürü davranışının, gelişmiş ülkelere göre yüksek olacağı düşünülmektedir. Bunun

²⁰³ Serpil Döm, a.g.e., s.148

²⁰⁴ Serpil Döm, a.g.e., s.146

nedeni ise; bu tür piyasalarda zayıf raporlama gerekleri, düşük muhasebe standartları, yasal düzenlemeleri uygulamadaki gevşeklikler ve bilgiye ulaşmanın daha maliyetli olması nedeni ile bu piyasalar yeterince şeffaf değildirler. Bu anlamda küçük piyasalar için temel verilere ilişkin doğru bilgiler elde etmek güç, en azından daha maliyetli olmaktadır. Ve fon yöneticileri diğerlerinin davranışlarını taklit etmeye daha fazla eğilimli olmaktadır.

III. BÖLÜM

PAY SENEDİ PİYASASINDA BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARINI BELİRLEYEN GÜDÜLERİN SAPTANMASINA YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA: İMKB ÖRNEĞİ

3.1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Davranışsal finans alanında Kahneman ve Tversky (1979, 1982, 1984)'nin çalışmaları öncü nitelikte olup; birçok araştırmalarını basit deneysel yöntemler ile kanıtlamışlardır. Çalışmaları ile Klasik Kuram'ın tam tersine işaret etmiş ve yatırımcıların rasyonel düşüncelerinin yerini psikolojik sezgilerin karar verirken yapılan olasılık hesaplarının yerini ise kestirme akıl yürütmelerin alabildiğini belirtmişlerdir.

Türkiye'de yatırımcı davranışlarının saptanmasına yönelik yapılan çalışmaların ortak özelliği ise; yatırımcı davranışlarının pay senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemeye yönelik olmalarıdır. Dünyada ve Türkiye'de yapılan çalışmalardan birkaç örnek aşağıda verilmiştir:

- Werner F.M. De Bondt ve Richard Thaler yatırımcı davranışlarını ölçmek amacı ile 1984 yılında bir çalışma yapmıştır. Çalışmada insanların umulmayan ya da dramatik bir haber karşısında olması gerekenden yüksek reaksiyon verdikleri görülmüştür
- Odean ve Barber tarafından 2001 yılında 35,000 yatırımcı üzerinde yapılan bir çalışmada kadın ve erkek yatırımcıların performansları ayrı ayrı ölçülmüş ve karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre erkekler kadınlara göre daha agresif davranmakta ancak daha düşük getiriler elde etmektedirler.
- Bireyin mental muhasebesi, Nofsinger'in 91 ziyaretçi üzerinde 2001 yılında yapılan deneysel çalışmasında açıklanmıştır. Çalışmada mal ve hizmetler hızla tüketildiğinde, insanların borçtan kaçınma eğiliminde olduğu; tüketilmiş olan bir fayda için ödeme yapmak istemedikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bireyler ancak tüketim uzun yıllara yayılıyorsa; bu malın ödemesi de uzun yıllara yayılabilir.

- Erich Kirchler, Boris Maciejovsky ve Martin Weber tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada 64 denek kullanılmış ve yatırımcıların piyasada karar alırken hangi bilgilerin etkisinde kaldıkları gözlemlenmiştir. Çalışmada yatırımcıların piyasada karar alırken önemsiz bilgilerin de etkisinde kaldıkları; kazanç sağlayanların ya da iyimser kişilerin, kayba uğrayanlar veya kötümser kişilerden çok daha hızlı varlıklarını sattıkları saptanmıştır.
- İMKB yatırımcısının profili ve davranışlarının saptanmasına yönelik Türkiye’de yapılan ilk çalışmalardan biri 1991 yılında Dünya İktisadi Araştırmalar A.Ş. tarafından İstanbul’da yapılmıştır.
- Borsa Yatırımcıları Derneği(BORYAD) tarafından Haziran 2001’de 600 yatırımcı üzerine, Türkiye’deki yatırımcı profilini ortaya çıkarmak amacıyla bir çalışma yapılmıştır. Sonuçlar, yatırımcıların büyük kısmının yakınlarına pay senedi pazarında yatırım yapmalarını önermekte çekinceli davrandıklarını açıkça göstermektedir.
- Jülide Kesken’in 2001 yılında California - Davis Üniversitesi’nde gerçekleştirdiği bir incelemede, Odean ve Barber’ın çalışmasına benzer şekilde erkek yatırımcıların performansları ölçülmüştür. Elde edilen bulgularda; erkeklerin yatırım yapmakta kendinden emin davranmaları ve hisse senetleri alım satımını daha çok gerçekleştirmeleri dolayısıyla, kazançlarını azaltarak ortalamanın altında gelir elde etmekte oldukları görülmüştür.
- Sermaye Piyasası Kurulu’nun Türkiye Sanayi Sevk ve İdare Enstitüsü (TÜSSİDE) ile birlikte yürüttüğü Kurumsal Gelişim Projesi çerçevesinde Mayıs-Haziran 2003 tarihleri arasında 1292 yatırımcı üzerinde yapılan çalışmada ise, yatırımcıların bilgi ihtiyacının ölçülmesi amaçlanmıştır. Sonuçlar; pay senedi yatırımcılarının %85 oranda yüksek öğrenim sahibi olduğunu ve çok küçük bir bölümünün hiçbir bilgisi olmadığı halde yatırım yapma kararını verdiğini göstermiştir.
- Serpil Döm tarafından 2002 yılında Ankara, İzmir, Adana, İstanbul, Mersin ve Gaziantep’te yapılan Mayıs-Temmuz 2002 arasında yapılan çalışmada 761 bireysel yatırımcıya ulaşılmıştır. Araştırma’da İMKB

bireysel yatırımcılarının davranışları ve psikolojik yönelimleri araştırılmıştır. Bireylerin yatırım kararlarında rasyonel olarak riskten kaçınmak, tercihlerini optimize etmek ve portföyünü çeşitlendirmek istemek ile birlikte, psikolojik önyargılar, hevristikler vb. etkenlerden dolayı bunu uygulamada gerçekleştiremedikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Dünya'da olduğu gibi Türkiye'de de, yatırımcı davranışı ile ilgili olarak yapılan çalışmaların çoğu, İMKB'nin etkinliğinin test edilmesi ve anomalilerin saptanmasına yöneliktir. Yatırımcı psikolojisi ve piyasa psikolojisi gibi kavramlar, son dönemde Türk Finans Piyasası'nda ampirik olarak incelenmekle birlikte, içerik ve derinlik olarak yetersiz kalmaktadır. Çalışma, bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Döm'ün çalışması ile bu çalışma benzer nitelikler taşımaktadır. Döm'ün çalışmasında özellikle psikolojik önyargılara ilişkin genel bulgular verilmiş, yatırımcıların kriz dönemlerindeki davranışlarına yapılan anket çalışmasında değinilmiştir. Ancak bu çalışmada, psikolojik önyargılar ile birlikte yatırımcı davranışını belirleyen tüm faktörler ve bu faktörlerin bireyin yatırım kararına etkisi yüksek öncelik derecesinde incelenmiş; sadece kriz dönemlerinde değil, normal piyasa koşulları altında pay senedi piyasasında yatırım yapan bireysel yatırımcıların, yatırım davranışını belirleyen güdüler saptamaya çalışılmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada, hizmet sektöründe çalışan ve aracı kurumlar yoluyla İMKB'de pay senedine yatırım yapan bireysel yatırımcıların, yatırım yapmadan önce, yatırım davranışını belirleyen güdülerin belirlenmesi amaçlanmıştır.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmada birincil veriler yüz yüze anket (sormaca) yönteminden yararlanılarak elde edilmiştir (Bkz. Ek-1). Tabakalı rasgele örnekleme yöntemi kullanılmış, bankacılık, turizm, eğitim ve sağlık meslek gruplarından orantısız seçim yapılmıştır. Geçerli anket sayısı 414'dür. Ankette, demografik özellikler hariç 60'dan fazla yargıyı içeren 32 adet soru yer almaktadır. Bu

yargılar, 1) Pay senedi piyasasına yatırım yapmadan önceki davranış biçimi, 2) pay senedi piyasasını algılama düzeyi ve 3) pay senedi yatırımı sonrası davranış biçimine ilişkin olmak üzere üç temel grup altında toplanabilir.

Kümelenmeleri ölçmek amacıyla, demografik özellikler hariç tüm veriler öncelikle Faktör Analizi'ne sokulmuştur. Ancak, yanıtların iki grupta kümelendiği görülmüştür. Bu sonuç, çalışmanın amacına denk düşmemektedir. Bu nedenle, tüm veriler yerine, yatırım yapmadan önceki yatırımcı davranışlarının saptanmasına yönelik olarak 19. ve 25. sorudaki yargılar ortaklaşa faktör analizine sokulmuştur. Yargıların 6-7 grupta kümelendiği görülmüştür (Bkz. Ek-2). Ancak bazı gruptaki yargılar, grubun özelliğini yansıtmadığından yeniden düzenleme yapılmış ve Yargılar; makroekonomik göstergeler, pay senedinin niteliği, aracı kurumun niteliği, işletmenin niteliği, öznel yargılar ve pazar verileri şeklinde altı ayrı gruba ayrılmıştır:

- Makroekonomik göstergeler
 - Siyasi dalgalanmalar
 - Beklenen enflasyon oranı
 - Döviz kurlarında dalgalanmalar
 - Piyasa faiz oranları
 - Reel ekonomide beklenen büyüme oranı
 - Yurtdışı piyasalardaki dalgalanmalar
 - Ülkenin genel durumu ve ekonominin geçmişteki performansı
 - Sektörün durumu
- Pay Senedinin Niteliği
 - Yatırım aracının risk düzeyi
 - Yatırım aracının alternatif getirisi
 - Yatırım aracının kalitesi
 - Spekülatif olup olmaması
 - Sağlayacağı kâr payı (temettü) getirisi
 - Pay Senedinin Niteliği
 - Her ay düzenli getiri
 -
- Aracı Kurumun Niteliği
 - Aracı kurumun sunduğu hizmet kalitesi
 - Yatırım uzmanlarının önerileri
- İşletmenin Niteliği
 - İşletmenin tanınırlık düzeyi

- Halka açıklık düzeyi
- Kârlılık oranı
- Öznel Yargılar
 - İMKB çevresinden ve basından duyulan söylentiler
 - Güçlü yatırımcıların eğilimleri
 - Kişisel sezgiler
- Pazar Verileri
 - İMKB endeksinin geçmiş fiyat performansı(teknik analizi) ve beklentiler
 - İMKB endeksinin temel analizi ve beklentiler

Yatırımcıların bu faktörlerden etkilenme derecelerinin demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediğine ilişkin 16 adet hipotez oluşturulmuştur. Yargılar, SPSS 11.0 yazılımından yararlanılarak, hem T test istatistiği ile hem de ANOVA analizi ile ortaklaşa olarak değerlemeye alınmıştır.

3.4. ARAŞTIRMANIN SINIRLARI

Bu çalışmanın ana kitlesi, İstanbul ili, Anadolu Yakası'nda, hizmet sektöründe çalışan ve aracı kurumlar yoluyla pay senedine yatırım yapan bireysel yatırımcılardır. Anket çalışması, aracı kurumlar ile bankaların menkul kıymet birimlerinde pay senedi alım satımı yapan yatırımcılara uygulanmıştır.

3.5. ARAŞTIRMANIN YARARLARI

Çalışma ile çeşitli faktörlerin demografik faktörler ile etkileşimi ve bu etkileşimin bireylerin yatırım kararlarına etkisi incelenmiştir. Piyasadaki makroekonomik faktörler, pay senedine ilişkin göstergeler, aracı kurum ve işletmenin niteliği, pazar verileri gibi faktörlerin yatırım kararına etkisinin yaş, cinsiyet, eğitim durumu ve medeni duruma göre birtakım değişiklikler gösterdiği tespit edilmiştir. Elde edilen veriler ile pay senedi piyasasındaki yatırımcı davranışlarından hangilerinin bireyin yatırım kararında etkili olduğu belirlenerek, yatırımcıların pay senedi piyasasına yatırım yaparken daha bilinçli davranmalarına sebep olabilir ve bu piyasada yatırımcı davranışlarından kaynaklanan kayıpların önlenmesi sağlanabilir.

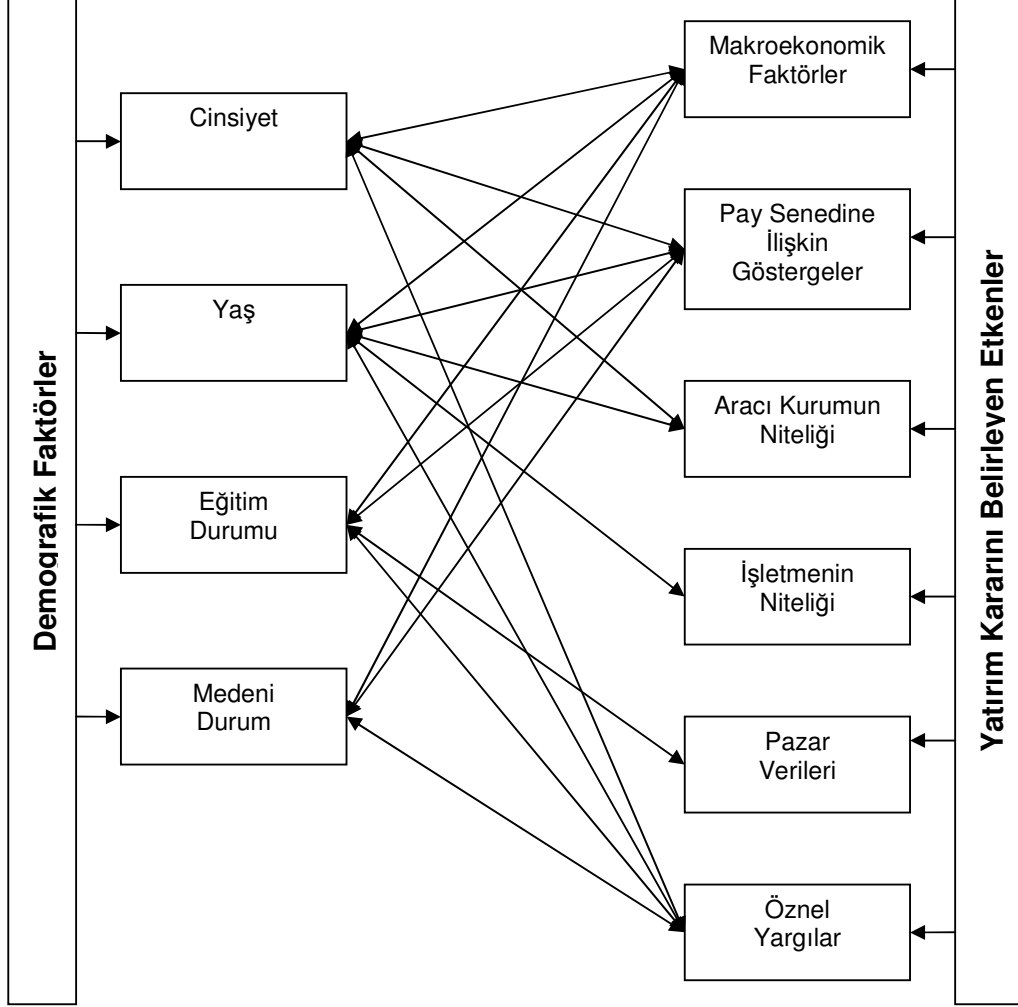
3.6. ARAŞTIRMANIN PROBLEMİ

Araştırmada “Yatırımcı davranışlarını ve bu davranışları belirleyen güdülerin, bireylerin yatırım kararlarına etkileri nedir?” temel sorusu altında Şu sorulara yanıt aranmaktadır:

- Makroekonomik etkenler, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?
- Pay senedine ilişkin göstergeler, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?
- Aracı kurumun niteliği, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?
- İŞletmenin niteliği, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?
- Pazar verileri, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?
- Öznel yargılar, demografik özelliklere göre bireylerin yatırım kararında etkili midir?

3.7. ARAŞTIRMANIN KAVRAMSAL MODELİ

Çalışmanın modeli Şekil 3.1'de verilmiştir:



Şekil 3.1: Araştırmanın Kavramsal Modeli

3.8. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

H₁= "Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₂= "Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₃= "Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₄= "Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₅= "Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₆= "Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₇= "Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₈= "Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₉= "Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₀= "Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₁= "Pay senedi yatırım kararı ile işletmenin niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₂= "Pay senedi yatırım kararı ile pazar verileri arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₃= "Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₄= "Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₅= "Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

H₁₆= "Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

3.9. VERİLERİN ANALİZİ VE ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırmada uygulanan ankette yer alan sorular dört temel gruba ayrılmış ve analiz edilmiştir. Oluşturulan gruplar ve kapsadığı sorular şunlardır:

- Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerine İlişkin Sorular:
1, 2, 3, 4, 5
- Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yapmadan Önceki Davranış Biçimlerinin Ölçümlenmesine İlişkin Sorular:
6, 8, 10, 11, 15, 20, 21, 25, 26, 31
- Bireysel Yatırımcıların Pay Senedi Piyasasını Algılama Düzeyine İlişkin Sorular:
14, 22, 24, 30
- Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıktan Sonraki Davranış Biçimlerinin Ölçülmesine İlişkin Sorular:
7, 9, 10, 12, 13, 16, 17, 18, 23, 27, 28, 29,33

3.9.1. Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerine İlişkin Soruların Analizi

Tablo 3.1'de katılımcıların yarısından fazlasının kadın olduğu görülmektedir. Bu çalışmada kadın yatırımcı sayısının görece olarak daha fazla olması, pay senedi piyasalarında genel kabul gören, erkek yatırımcıların

kadın yatırımcılara göre sayıca üstün olduğunu vurgulayan ve pay senedi piyasalarında yatırım yapmayı erkeklere özgü işlemlerden biri olarak kabul eden yargının aksine; kadınların pay senedi piyasalarındaki etkinliğinin artmaya başladığını göstermektedir.

Tablo 3.1: Yatırımcının Cinsiyetine Göre Dağılımı

Cinsiyet \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Kadın	237	57,2	57,2
Erkek.	177	42,8	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.2'de ise yatırımcıların yaş gruplarına göre dağılımı verilmektedir. Ankete katılan yatırımcıların yarısından fazlası 21-30 yaş arasında yer almaktadır. Gerek Devlet İstatistik Enstitüsü (1991), gerekse Döm (2002) tarafından yapılan çalışmalara benzer şekilde; 20 yaşın altında olan ve pay senedine yatırım yapan bireylerin oranı oldukça düşüktür (%1,7).

Tablo 3.2: Yaş Grubu

Yaş \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
20 ve aşağısı	7	1,7	1,7
21-30 yaş arası	215	51,9	53,6
31-40 yaş arası	152	36,7	90,3
41-50 yaş arası	34	8,2	98,6
51 ve yukarısı	6	1,4	100
Toplam	414	100	

Pay senedi piyasası riskli bir piyasa olduğundan, bekârların sorumluluklarının evlilere göre daha sınırlı olması nedeni ile bu piyasada daha fazla işlem yaptıkları bilinmektedir. Ancak, Tablo 3.3. , görüldüğü gibi katılımcıların yarısının evli olması, yargının değiştiğine işaret etmektedir.

Tablo 3.3: Medeni Durum

Medeni Durum \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Bekâr	201	48,6	48,6
Evli	213	51,4	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.4'de ankete katılan yatırımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımı verilmektedir. Görüldüğü gibi, katılımcıların büyük bir kısmı (%72) lisans mezunu olmakta birlikte; lisans ve lisansüstü eğitim görmüş yatırımcıların oranı ise, %89,1 gibi yüksek bir orandır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun TÜSSİDE (2003) ile birlikte yürütülen çalışmasında katılımcıların %85'inin önlisans, lisans veya yüksek lisans mezunu olduğu saptanmıştır. Bu iki veri karşılaştırıldığında piyasadaki yatırımcıların eğitim ve bilgi seviyesinin yükseldiği görülmektedir.

Tablo 3.4: Yatırımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı

Eğitim Durumu \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Okuryazar	4	1	1
Lise	41	9.9	10.9
Lisans(Üniversite)	298	72	82.9
Lisansüstü(YLS/Doktora)	71	17.1	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.5, ankete katılan yatırımcıların dahil olduğu mesleki gruplarını göstermektedir. Büyük çoğunluğunun özel sektörde çalışanların oluşturduğu dikkat çekmektedir. Araştırma kapsamının hizmet sektöründe çalışan bireyler olduğu düşünüldüğünde çıkan sonuç anlamlıdır.

Tablo 3.5: Yatırımcıların Meslek Grupların Göre Dağılımı

Meslek \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Ücretli (Özel Sektör)	372	89.9	89.9
Ücretli (Kamu Sektörü)	26	6.3	96.1
Serbest meslek	12	2.9	99
Emekli	4	1	100
Toplam	414	100	

3.9.2. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yapmadan Önceki Davranışlarına İlişkin Soruların Analizi

Tablo 3.6'da ankete katılan yatırımcıların yaklaşık üçte ikisinin %20'den daha az, üçte birinin ise %20 ile %40 arasında tasarruf yaptığı görülmektedir. Buradan anlaşılmaktadır ki; bireylerin %87,9 gibi büyük bir kısmı, gelirinin

beşte biri ile beşte ikisi arasındaki bir bölümü tasarrufa ayırırken; geri kalan beşte üçlük ya da beşte dördlük kısmını ise tüketime ayırmaktadır.

Tablo 3.6: Tasarrufların Yatırımcının Ortalama Geliri İçindeki Payı

Pay \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
“%20’den az”	256	61,8	61,8
“%20-%40 arası”	108	26,1	87,9
“%41-%60 arası”	35	8,5	96,4
“%61-%80 arası”	15	3,6	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.7’de yatırımcıların pay senedi piyasaları hakkındaki bilgi düzeyi raporlanmıştır. Yatırımcıların yaklaşık üçte birinin piyasa hakkında biraz bilgisi var iken; beşte birinin çok bilgisinin olduğu, çok küçük bir kısmının ise hiçbir bilgiye sahip olmadığı halde yatırım yaptığı görülmüştür. Burada da TÜSSİDE ve SPK’nın çalışmasına benzer bir durum söz konusudur.

Tablo 3.7: Pay Senetleri Piyasası Hakkındaki Bilgi Düzeyi

Bilgi Düzeyi \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Çok bilgim var	85	20,5	20,5
Oldukça bilgim var	82	19,8	40,3
Bilgim var	96	23,2	63,5
Biraz bilgim var	134	32,4	95,9
Hiçbir bilgim yok	17	4,1	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.8’de görüldüğü gibi; ankete katılan yatırımcıların yaklaşık yarısının pay senedi piyasasındaki aylık yatırım tutarının 500 YTL’den az, %16’sının ise piyasaya 3000 YTL’nin üzerinde yatırım yapmaktadırlar. Örneklem grubu hizmet sektöründe çalışanlar olduğundan, elde edilen gelirlerin sınırlı olması; bu piyasaya yatırılan tutarın da limitini hiç şüphesiz etkilemekte ve yatırımcıların yaklaşık yarısının ayda 500 YTL’den daha az yatırım yapmasında etken olmaktadır.

Tablo 3.8: Yatırımcının Pay Senedi Piyasasına Ayda Ortalama Yaptığı Yatırım Tutarı

Yatırım Tutarı \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
500 YTL den az	197	47,6	47,6
500 – 1000 YTL	101	24,4	72
1001– 2000 YTL	35	8,5	80,4
2001 – 3000 YTL	16	3,9	84,3
3001 YTL ve üzeri	65	15,7	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.9’da görülmektedir ki; ankete katılan yatırımcıların yaklaşık üçte ikisi pay senedi piyasasındaki aylık ortalama getirisi %5’in altında iken; yatırımcıların sadece çok küçük bir kısmı %15’in üzerinde getiri elde etmektedir. Bu veri; yatırımcıların pay senedi piyasasındaki getirisinin düşük olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.9: Yatırımcının Pay Senetleri Piyasasında Aylık Ortalama Kazancı

Ortalama Kazanç \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birimli Yüzde
“% 1’in altında”	89	21,5	21,5
%1-%5 arası	218	52,7	74,2
%5-%10 arası	70	16,9	91,1
%10-%15 arası	15	3,6	94,7
%15’in üstünde	22	5,3	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.10’da görüldüğü gibi, yatırımcıların yaklaşık üçte biri en güvenli araç olarak gayrimenkul yatırımını görmektedir. Yatırımcıların %68,4’ü ise; türev araçları en son tercih edilen araç olarak belirlemiştir. Verilerden hareketle, yatırımcıların henüz yeni bir piyasa olan türev araçları daha az tanıdıkları için daha az tercih ettikleri söylenebilir.

Tablo 3.10: Yatırımcının Yatırım Araçlarının Güven Düzeyi

Yatırım Aracı \ Sıra	1. sıra	2. sıra	3. sıra	4. sıra	5. sıra	6. sıra	Toplam	
1- Altın	Sıklık	45	102	50	109	79	29	414
	Yüzde	10,9	24,6	12,1	26,3	19,1	7	100
2- Gayrimenkul	Sıklık	154	64	99	53	32	12	414
	Yüzde	37,2	15,5	23,9	12,8	7,7	2,9	100
3- Faiz	Sıklık	88	95	80	81	58	12	414
	Yüzde	21,3	22,9	19,3	19,6	14	2,9	100
4- Döviz	Sıklık	34	42	68	73	129	68	414
	Yüzde	8,2	10,1	16,4	17,6	31,2	16,4	100
5- Mevduat	Sıklık	73	107	81	68	79	6	414
	Yüzde	17,6	25,8	19,6	16,4	19,1	1,4	100
6- Türev Araçlar (Vadeli Piyasalar)	Sıklık	20	4	32	31	44	283	414
	Yüzde	4,8	1	7,7	7,5	10,6	68,4	100

Tablo 3.11'de yatırım yaparken çeşitli faktörlerin yatırımcılar için önem düzeyleri belirtilmiştir. Bu faktörlerden hemen hemen tamamı yatırımcılar tarafından çok önemli ya da önemli olarak nitelendirilmiştir.

Yatırım kararına etki eden faktörlerden biri, yatırım aracının risk düzeyidir. Yatırımcılar yaradılış olarak riskten kaçarken; bir bölümü de riski sever. Piyasada aşırı risk alma eğilimi çoğu zaman sıkıntılı sonuçlara yol açarken; riskten kaçınmak ise yatırımcıya çoğu zaman bir getiri sağlamayacaktır. Bu anlamda, tabloda yatırımcıların neredeyse tamamının (% 96,9) yatırım aracının risk düzeyini yatırım kararında çok önemli ya da önemli olarak tanımladıkları görülmektedir.

Pay senetleri pazarına yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri, enflasyonun sürekli olduğu ortamlarda yatırım yapmamayı tercih edebilir. Çünkü enflasyonla birlikte artan faiz oranları pay senedi fiyatının gerçek değerinin düşmesine neden olmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranı, yatırımcıların dörtte üçünden fazlası için çok önemli ve önemli olarak kabul edilmiştir.

Piyasa faiz oranları ise yalnızca 1,7'lik bir grup tarafından önemsiz olarak görülürken; yatırımcıların %87,4'ü çok önemli ve önemli bulmaktadır. Faiz oranındaki değişimler ile pay senedi getirileri arasındaki ilişki negatiftir. Faizlerin arttığı bir ortamda yatırımcılar mevcut sermayelerini korumak için faiz kazancı elde edebilecekleri yatırım enstrümanlarına yönelebilirler. Bu anlamda yatırımcı açısından ekonomik trendler oldukça önemlidir. Reel ekonomide beklenen büyüme oranı yatırımcıların dörtte üçü için önemli ve çok önemlidir. Yapılan çalışmalar, yatırımcı korunmasıyla finansal pazarların gelişimi arasında ve finansal pazarların gelişimiyle ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki olduğunu saptamıştır.

Tablo 3.11. Yatırımcının Yatırım Kararını Etkileyen Faktörlerin Önem Düzeyi

Yargılar	Önem Düzeyi	Çok Önemli	Önemli	Kararsız	Önemli Değil	Hiç Önemli Değil	Toplam
1- Yatırım aracının risk düzeyi	Sıklık	283	118	13			414
	Yüzde	68,4	28,5	3,1			100
2- Her ay düzenli bir getiri	Sıklık	91	190	60	62	11	414
	Yüzde	22	45,9	14,5	15	2,7	100
3- Yatırım aracının alternatif getirisi	Sıklık	114	187	84	29		414
	Yüzde	27,5	45,2	20,3	7		100
4- Siyasi dalgalanmalar	Sıklık	205	165	32	12		414
	Yüzde	49,5	39,9	7,7	2,9		100
5- Beklenen enflasyon oranı	Sıklık	112	207	64	24	7	414
	Yüzde	27,1	50	15,5	5,8	1,7	100
6- Döviz kurlarındaki dalgalanmalar	Sıklık	113	241	44	12	4	414
	Yüzde	27,3	58,2	10,6	2,9	1	100
7- Piyasa faiz oranları	Sıklık	142	220	45		7	414
	Yüzde	34,3	53,1	10,9		1,7	100
8- Reel ekonomide beklenen büyüme oranı	Sıklık	93	219	53	45	4	414
	Yüzde	22,5	52,9	12,8	10,9	1	100
9- Yurtdışı piyasalardaki dalgalanmalar	Sıklık	157	182	48	15	12	414
	Yüzde	37,9	44	11,6	3,6	2,9	100
10- Yatırım aracının kalitesi	Sıklık	95	213	70	36		414
	Yüzde	22,9	51,4	16,9	8,7		100
11- Aracı kurumun sunduğu hizmet kalitesi	Sıklık	105	193	36	60	20	414
	Yüzde	25,4	46,6	8,7	14,5	4,8	100

Tablo 3.12’de anlaşıldığı gibi, yatırım süresi bir yıldan uzun olan yatırımcıların oranı üçte bir iken; üçte ikilik bir kısmı ise bir yıldan kısa yatırım süresini yeğlemektedir. Bir yıldan az yatırım yapan yatırımcıların yaklaşık %40’ı da üç aydan az yatırım yapmaktadır. Bu tablo göstermektedir ki; piyasadaki yatırımcılar pay senetleri piyasasına uzun vadeli yatırımı tercih etmemektedirler. Literatürde pay senetleri piyasası uzun vadeli yatırımlar için alternatif bir piyasa olsa dahi; pratikte bunun gerçekleşmediği saptanmıştır. Yatırımcılar, büyük bir çoğunlukla, bu piyasaya kısa vadeli alım satımlar için girmektedir.

Tablo 3.12: Yatırımcının Pay Senedi Yatırım Süresi

Süre	Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
3 aydan az		161	38.9	38.9
3 aydan 6 aya kadar		84	20.3	59.2
6 aydan 1 yıla kadar		51	12.3	71.5
1 yıldan fazla		118	28.5	100
Toplam		414	100	

Tablo 3.13'de görüldüğü gibi, yatırımcıların yarısından fazlası pay senedi yatırımlarının, toplam tasarrufları içindeki payı %20'den azdır. Tasarrufların %80'inin üzerinde pay senedine yatırım yapanların oranı ise sadece %7,7'dir. Tablo 3.6'da; yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun (%61,8) gelirlerinin %20'den az bir kısmını tasarrufa yönlendirdiği belirtilmişti. Tasarrufa yönlendirilen pay içerisinde bakıldığında ise yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun tasarruflarının sadece %20'den az bir kısmı pay senedi piyasasına yönlendirdiği görülmektedir. Bu bağlamda, Tablo 3.6, Tablo 3.13 ve Tablo 3.15'deki verilerden hareketle ankete katılan yatırımcıların ortalama geliri şu şekilde hesaplanabilir:

Tablo 3.8'da görülmektedir ki; yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun (%47,6) pay senedi piyasasına yaptığı aylık yatırım tutarı 500 YTL'den azdır. Tablo 3.6'dan elde edilen veriler göre ise; yatırımcıların tasarruflarının ortalama gelirleri içindeki payı yine büyük bir çoğunluk yatırımcı tarafından (%61,8) %20'den azdır. Tablo 3.13'de piyasadaki yatırımcıların yarısından fazlasının (%53,9) toplam tasarruflarının %20'den daha az bir bölümünü pay senetleri piyasasına yönlendirdiği saptanmıştır. Tüm bu verilerden hareketle;

X= Yatırımcıların pay senedi yatırım tutarı

Y= Yatırımcının toplam tasarrufu

Z= Yatırımcının toplam geliri olarak düşünüldüğünde;

$$X < 500 \text{ YTL}$$

$$X < \%20.Y$$

$$Y < \%20.Z \text{ olduğu görülür.}$$

Buradan hareketle yatırımcıların toplam tasarruflarının 2.500 YTL'den, toplam gelirinin ise 12.500 YTL'den az olduğunu söylemek mümkündür. Görülmektedir ki; pay senetleri piyasasına yatırım yapan bireylerin büyük bir çoğunluğu, tasarruflarının önemli bir kısmını diğer yatırım araçlarında değerlendirmektedirler.

Tablo 3.13: Pay Senedi Yatırımlarının Yatırımcıların Toplam Tasarrufları İçindeki Payı

Pay \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
%20'den az	223	53,9	53,9
%20-%40 arası	105	25,4	79,2
%41-%60 arası	19	4,6	83,8
%61-%80 arası	35	8,5	92,3
%80'in üzeri	32	7,7	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.14'de pay senedi yatırım kararına etki eden kriterleri yatırımcıların büyük bir çoğunluğu önemli veya çok önemli olarak değerlendirdiği görülmektedir.

Tablo 3.14: Yatırıma Etki Eden Faktörlerin Piyasadaki Yatırımcılara Göre Önem Düzeyi

Faktörler \ Önem Düzeyi	Çok önemli	Önemli	Kararsız	Önemli değil	Hiç önemli değil	Toplam
1- Ülkenin genel durumu ve ekonominin geçmişteki performansı	Sıklık	206	158	42	8	414
	Yüzde	49,8	38,2	10,1	1,9	100
2- IMKB endeksinin geçmiş fiyat performansı (teknik analizi) ve beklentiler	Sıklık	95	188	92	35	414
	Yüzde	22,9	45,4	22,2	8,5	100
3- IMKB endeksinin temel analizi ve beklentiler	Sıklık	107	188	96	23	414
	Yüzde	25,8	45,4	23,2	5,6	100
4- İşletmenin tanınmışlık düzeyi	Sıklık	70	196	88	48	414
	Yüzde	16,9	47,3	21,3	11,6	100
5- Halka açıklık düzeyi	Sıklık	45	212	110	43	414
	Yüzde	10,9	51,2	26,6	10,4	100
6- Kârlılık oranı	Sıklık	148	215	35	16	414
	Yüzde	35,7	51,9	8,5	3,9	100
7- Spekülatif olup/olmaması	Sıklık	119	182	105	4	414
	Yüzde	28,7	44	25,4	1	100
8- Sektörün durumu	Sıklık	112	209	70	19	414
	Yüzde	27,1	50,5	16,9	4,6	100
9- IMKB çevresinden ve basından duyulan söylentiler	Sıklık	69	193	94	38	414
	Yüzde	16,7	46,6	22,7	9,2	100
10- Sağlayacağı kâr payı (temettü) getirisi	Sıklık	99	216	51	32	414
	Yüzde	23,9	52,2	12,3	7,7	100
11- Yatırım uzmanlarının önerileri	Sıklık	81	227	72	26	414
	Yüzde	19,6	54,8	17,4	6,3	100
12- Güçlü yatırımcıların eğilimleri (sürü psikolojisi)	Sıklık	90	192	94	34	414
	Yüzde	21,7	46,4	22,7	8,2	100
13- Kişisel sezgilerim	Sıklık	108	150	93	51	414
	Yüzde	26,1	36,2	22,5	12,3	100

Yatırım kararına etki eden faktörlerden karlılık oranı ile ülkenin genel durumu ve ekonominin geçmişteki performansı yatırımcılar için yaklaşık %88 oranda çok önemli veya önemlidir. Yatırım kararı alırken; nasıl kâr ettiği tam olarak anlaşılmayan bir şirketin geleceği hakkında akıllıca bir tahminde bulunulamaz. Şirketin istikrarlı bir geçmişi ve önemli miktarda kâr üretmiş olması gerekmektedir.

Pay senedinin spekülâtif olup/olmaması, sağlayacağı kar payı (temettü) getirisi, sektörün durumu, İMKB endeksinin temel analizi ve beklentiler ve yatırım uzmanlarının önerileri yatırımcılar için %71-78 aralığında önemli veya çok önemli olarak kabul edilmektedir. Piyasadaki bazı yatırımcı tipleri spekülâtif hareketlerden kaçınarak sadece temel analizler doğrultusunda yatırım yapmayı tercih ederler. Sağlıklı temel analizler yapılarak paylara bir değer biçerler. İşlem hacmi spekülâtif piyasalarda çok büyüktür ve yatırımcılar kendilerine aşırı güvenirlir. Yatırımcılar bu nedenle yüksek işlem maliyetlerine maruz kalırlar ve daha düşük kazanç elde ederler.

Yatırım kararında işletmenin tanınırlık düzeyi, halka açıklık oranı, İMKB endeksinin geçmiş fiyat performansı (teknik analizi) ve beklentiler, İMKB çevresi ve basından duyulan söylentiler, güçlü yatırımcıların eğilimleri (sürü psikolojisi) ve kişisel sezgiler yatırımcılar için %63-68 aralığında önemli ya da çok önemli kabul edilmektedir. Söylentiler yatırımcının sık sık verdiği kararları sorgulamasına ve psikolojik sezgiler ile kararlarını doğrulamalarına veya değiştirmelerine sebep olmaktadır. Yatırımcıların dörtte üçü yatırım uzmanlarının önerilerini önemli veya çok önemli bulmakta; ancak piyasada bilgi seviyesi yetersiz olan yatırımcılar çoğunlukla bir yatırım uzmanından tavsiye almak yerine, piyasadaki diğer yatırımcı eğilimlerine göre hareket etmektedir. Sürü davranışı da piyasadaki olumsuz gidişatı hızlandırmaktadır. Bu yatırımcı davranışı tipi, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır. Finansal krizlerin yaşandığı ortamlarda olumsuz ve istenmeyen bir davranış olarak ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.15'de yatırımcıların pay senedi piyasasında elde ettikleri kazancı nasıl değerlendirdikleri ölçülmüştür. Piyasadaki kazancını “pay senedi piyasasına asla yeniden yatırmam” diyen yatırımcı oranı oldukça düşüktür (%1,7). Geri kalanı ise zamandan bağımsız şekilde elde ettikleri kazancı pay senedi piyasasında değerlendiren veya değerlendirme olasılığı olan bireysel yatırımcılardır. Tablo 3.9 ile birlikte dikkate alınacak olursa çıkan sonuç; yatırımcıların dörtte üçünün pay senetleri piyasasında düşük getiri (%5'in altında) elde etseler dahi; kazançlarını yeniden piyasada değerlendirmeyi tercih edebileceklerini göstermektedir. Pay senedi piyasasındaki kazancını, yaşam standardını yükseltecek yatırımlarda ya da aylık gelirini desteklemek amacı ile kullanan yatırımcılar %87,7 - %95,1 aralığında; İMKB dışındaki diğer yatırım araçlarında değerlendiren yatırımcılar ise % 96,2 oranındadır.

Tablo 3.15: Yatırımcıların Piyasadan Elde Ettikleri Kazançları Değerlendirme Tercihleri

Tercihler	Sıklık	Her Zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir Zaman	Toplam
1- Daha çok kazanmak için pay senedi piyasasına yeniden yatırım	Sıklık	46	151	151	59	7	414
	Yüzde	11,1	36,5	36,5	14,3	1,7	100
2- Yaşam standardımı yükseltecek yeni harcamalarda kullanım	Sıklık	28	127	166	77	16	414
	Yüzde	6,8	30,7	40,1	18,6	3,9	100
3- İMKB dışında farklı bir yatırım aracında değerlendiririm	Sıklık	34	116	166	78	20	414
	Yüzde	8,2	28	40,1	18,8	4,8	100
4- Aylık gelirim desteklemek amacı ile kullanım	Sıklık	33	87	116	127	51	414
	Yüzde	8	21	28	30,7	12,3	100

Tablo 3.16'da yatırımcıların yarısının pay senedi piyasasına yatırım yaparken gazetelerin ekonomi sayfalarında yer alan en çok kaybettirenler ve en çok kazandıranlar listesini, bazen/nadiren dikkate alırken; on yatırımcıdan biri ise hiç dikkate almamaktadır. Verilerin tümü ise, piyasadaki yatırımcıların nadiren/her zaman aralığında %88,2 oranında söz konusu bilgiyi dikkate aldığını göstermektedir. Yatırımcıların yarıya yakın kısmının ise (%39,4) yine ekonomi sayfalarında ve ilgili dergilerde yer alan işletmelerin teknik analiz

grafik ve yorumlarını, genellikle dikkate aldığı görülmektedir. Döm (2002) tarafından yapılan çalışmada, yatırımcıların farklı yoğunlukta olsa dahi çoğunlukla bu sayfaları izledikleri anlaşılmaktadır.

Tablo 3.16: Gazetelerde Yer Alan Bilgilerin Bireyin Yatırım Kararına Etkisi

Durum	Sıklık	Her Zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir Zaman	Toplam
1- Gazetelerin ekonomi sayfalarında yer alan en çok kazandıranlar ve en çok kaybettirenler listesini dikkate alırım	Sıklık	57	107	109	92	49	414
	Yüzde	13,8	25,8	26,3	22,2	11,8	100
2- Gazetelerin ekonomi sayfalarında ve ilgili dergilerde yer alan işletmelerin teknik analiz grafik ve yorumlarını dikkate alırım	Sıklık	63	163	84	74	30	414
	Yüzde	15,2	39,4	20,3	17,9	7,2	100

3.9.3. Bireysel Yatırımcıların Pay Senedi Piyasasını Algılama Düzeylerinin Ölçülmesine İlişkin Soruların Analizi

Tablo 3.17’de pay senedi piyasalarında yatırım yaptığı halde yakınlarına bu piyasada yatırım yapmayı hiçbir zaman tavsiye etmeyen %10,4'lük bir yatırımcı grubu olduğu gibi; %58,5 gibi büyük bir çoğunluğunun ise yakınlarına bu piyasada yatırım yapmayı ara sıra da olsa önerdikleri görülmektedir. Bu tablo, Türk Sermaye Piyasası'nın en önemli eksiklerinden olan yeni sermayenin ve borsada gerçek yatırımcı profilini oluşturacak küçük yatırımcı katılımının pay senedi pazarında ne yazık ki, kısa vadede gerçekleşemeyeceğini göstermektedir. Oranlar var olan yatırımcıların büyük kısmının yakınlarına pay senedi pazarında yatırım yapmalarını önermekte çekinceli davrandıklarını açıkça göstermektedir. BORYAD(2001) tarafından yapılan çalışmada da benzer bir sonuç (%74) ile karşılaşılmıştır.

Tablo 3.17: Yatırımcının Yakınlarına Pay Senedi Piyasasına Yatırım Yapmalarını Önerme Sıklığı

Önerme Sıklığı \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Her zaman	29	7	7
Sık sık	25	6	13
Çoğunlukla	75	18,1	31,2
Ara sıra	242	58,5	89,6
Hiçbir zaman	43	10,4	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.18'de yatırımcıların pay senedi pazarını nasıl algıladıklarına ilişkin sonuçlara işaret etmektedir. Dağılıma bakıldığında; BORYAD (2001)'in yapmış olduğu çalışmaya benzer şekilde (%42) yatırımcıların yarıya yakını pay senedi piyasasını, büyüklerin kazandığı küçüklerin kaybettiği, büyük balığın küçük balığı yediği yer olarak tanımlamaktadır. Yatırımcıların %39,4'ü ise pay senedi piyasasını, yatırım aracı olarak tanımlamaktadır.

Tablo 3.18: Piyasadaki Yatırımcıların Türkiye'deki Pay Senedi Piyasasına Yükladıkları Anlam

Anlam \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Casino/ Kumarhane	48	11,6	11,6
Servet kazanmanın en kolay yolu	12	2,9	14,5
Büyükler kazanır, küçükler kaybeder (Büyük balık küçük balığı yer)	169	40,8	55,3
Mevduat faizleri düştüğünde mecbur kalınan tek alternatif	22	5,3	60,6
Yatırım aracı	163	39,4	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.19'da görüldüğü gibi; bireysel yatırımcıların %30,1'i, büyük yatırımcıların piyasayı istedikleri gibi yönlendirmelerini İMKB endeksinin oynaklığının(volatilitésinin) temel nedeni olarak görürken; %25,6'sı ise İMKB'nin sığılığını neden olarak göstermektedir.

Tablo 3.19: Piyasadaki Yatırımcılara Göre İMKB Endeksinin Oynaklığının Temel Nedeni

Neden	Sıklık	Sıklık	Cevapların Yüzdesi
Büyük yatırımcıların piyasayı istedikleri gibi yönlendirmeleri		133	30,1
İMKB'nin sığılı		113	25,6
Ekonomik istikrarsızlık		61	13,8
Manipülasyon ve/veya spekülasyon		61	13,8
Siyasi istikrarsızlık		59	13,3
Fikrim yok		15	3,4
Toplam		442	100

* Birden fazla cevap alınmıştır.

Tablo 3.20'de görüldüğü gibi yatırımcıların üçte birinden fazlası, kamuoyunca tanınan şirketin iyi olduğunu düşünmektedir. Aynı şekilde üç yatırımcıdan biri birkaç yıl içinde İMKB'nin eski düzeyine dönebileceğine inanmaktadır. Düşüş/yükseliş dönemlerinde pay senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en uygun yatırım aracının pay senedi olduğu görüşüne yatırımcıların yaklaşık % 60'ı ise katılmaktadır. Yatırımcıların yaklaşık %40'ı ise, pay senedinin fiyatı düşmüşse bu kayıp sadece geçici bir durumdur, pay senedi yeniden değer kazanacaktır diye düşünerek; pay senedi fiyatının en azından satın aldığı fiyata gelmesini beklemektedir. Bu oranlar göstermektedir ki; piyasada ortaya çıkan durumlara dayandırılarak oluşmuş bilinen ifadelerle piyasadaki yatırımcıların yarısından çoğu aynı görüştedir.

Tablo 3.20: Piyasada Bilinen Yargılara Yatırımcıların Bakış Açısı

Yargılar	Karar	Kesinlikle katılıyor	Katılıyor	Kararsız	Katılmıyor	Kesinlikle katılmıyor	Toplam
	1- Kamuoyunda tanınan şirket iyidir	Sıklık	39	151	84	136	4
Yüzde		9,4	36,5	20,3	32,9	1	100
2- Birkaç yıl içinde İMKB kesinlikle tekrar eski düzeyine döner	Sıklık	31	151	168	60	4	414
	Yüzde	7,5	36,5	40,6	14,5	1	100
3- Düşüş/yükseliş dönemlerinde pay senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en uygun yatırım aracı, borsadır	Sıklık	91	156	108	51	8	414
	Yüzde	22	37,7	26,1	12,3	1,9	100
4- Pay senedinin fiyatı düşmüşse bu kayıp sadece geçici bir durumdur, pay senedi yeniden değer kazanacaktır. Pay senedi fiyatının en azından satın aldığı fiyata gelmesini beklerim	Sıklık	59	164	116	63	12	414
	Yüzde	14,3	39,6	28	15,2	2,9	100

3.9.4. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıktan Sonraki Davranış Biçimlerinin Ölçülmesine İlişkin Soruların Analizi

Tablo 3.21'de ankete katılan yatırımcıların bir ay içinde İMKB'de yaptığı ortalama işlem sayısı aralıkları görülmektedir. Bu tablodan anlaşıldığı gibi, yatırımcıların dörtte üçü ortalama 1 ile 5 arasında işlem yapmaktadır. Ana gelir kaynağı işlem komisyonu olan aracı kurumlar açısından bu sayı yetersiz olabilir. Ancak bireyler açısından düşünüldüğünde, işlem sayısı uzun dönemde getirilerinin azalmasına yol açacağından; bu durum olumlu bir işaret olarak yorumlanabilmektedir.

Tablo 3.21: Yatırımcının İMKB'de Yaptığı Aylık Ortalama İşlem Sayısı

İşlem Sayısı \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
1 ve 5 arası	310	74,9	74,9
6 ve 10 arası	50	12,1	87
11 ve 15 arası	17	4,1	91,1
16 ve üzeri	37	8,9	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.22'de ankete katılan yatırımcıların yarısından fazlasının yaklaşık beş yıldan bu yana pay senedi piyasasına yatırım yaptığı anlaşılmaktadır. Bu piyasadaki yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun piyasada yeni olan yatırımcılar olduğunu göstermektedir. Ekonominin iyi olduğu ve borsanın yükseliş trendinde olduğu dönemlerde piyasaya girişler daha fazla olmakta ve yeni yatırımcıları çekmektedir. Ankete katılanlar arasında piyasaya 11 yılın üzerinde yatırım yapanların, oranı ise %16,2'dir. Borsa Yatırımcıları Derneği (2001)'nin yaptığı çalışma da ise; yatırımcıların yatırım yapma süresinin ortalama 3.79 yıl olduğu saptanmıştır. TÜSSİDE ve SPK'nın çalışmasında da yatırımcıların %55'inin 1-6 yıl arasında yatırım yaptığı sonucuna ulaşıldığı düşünüldüğünde; bu çalışmada elde edilen sonuçların tutarlı olduğu söylenebilir.

Tablo 3.22: Yatırımcının Pay Senedi Piyasasına Yatırım Yaptığı Süre

Süre \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
0 – 5 yıl arası	241	58,2	58,2
6 – 10 yıl arası	106	25,6	83,8
11 yıl ve üzeri	67	16,2	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.23'de yatırımcıların ellerinde tuttıkları pay senedi dağılımı verilmektedir. Tablodan görüldüğü üzere yatırımcıların %90'ının portföyünde 6'dan az pay senedi bulunmaktadır. Küçük yatırımcı olarak adlandırılan bireysel yatırımcıların elindeki pay senedi sayısı 10'u geçen yatırımcı oranı ise sadece %2,4'tür. Bu veri yatırımcıların portföylerinde çeşitlendirme etkisinin az olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.23: Yatırımcıların Portföyündeki Pay Senetlerinin Dağılımı

Pay Senedi \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
1	92	22,2	22,2
2	139	33,6	55,8
3 – 5 arası	142	34,3	90,1
6 – 10 arası	31	7,5	97,6
10 ve yukarı	10	2,4	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.24’de görüldüğü gibi yatırımlarını her gün veya haftada birkaç kez gözden geçirdiğini beyan eden yatırımcıların oranı %71 gibi yüksek bir orandır. Diğer zaman dilimleri açısından oranlar ise, nispi anlamda çok düşüktür. Döm (2002)’ün çalışmasına benzer bir sonuca ulaşıldığı görülmektedir.

Tablo 3.24: Yatırımcının Pay Senedi Portföyünü Gözden Geçirme Sıklığı

Gözden Geçirme \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Her gün düzenli olarak	161	38,9	38,9
Haftada birkaç kez	132	31,9	70,8
Haftada bir	24	5,8	76,6
Ayda bir	27	6,5	83,1
Belirli bir periyodu yok	70	16,9	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.25’de bireysel yatırımcıların %31,6’sının pay senetlerini elde tutma süresinin düzensiz olduğu, yaklaşık %40’ının ise portföylerindeki pay senetlerini 1 aydan az ellerinde tuttuğunu göstermektedir. Buradan da anlaşılacağı gibi; gerçekte uzun vadeli bir yatırım aracı olması gereken pay senetlerini yatırımcılar ya ellerinde tutmakta kararsız kalmakta; ya da büyük bir çoğunlukla bir aydan kısa bir sürede elden çıkartmaktadırlar. Döm(2002) tarafından yapılan çalışmada benzer şekilde yatırımcıların pay senedini elde tutma süresinin 1 ay olduğu görülmektedir.

Tablo 3.25: Yatırımcıların Pay Senetlerini Elde Tutma Süresi

Süre \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
1 hafta ve daha az	62	15	15
1-2 hafta arası	48	11,6	26,6
2 – 4 hafta arası	51	12,3	38,9
2 ay	31	7,5	46,4
2 aydan fazla	91	22	68,4
Düzensiz	131	31,6	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.26’de yatırımcıların en çok Pazartesi günleri 1.seansta alış; Cuma günleri 2.seansta satış yaptıkları görülmektedir. Bu saptama İMKB’deki haftanın günleri etkisini doğrulamaktadır. Yapılan çalışmalarda haftanın ilk gününden başlayarak getirilerin hafta sonuna doğru yükseliş gösterdiği ve en yüksek getirinin Cuma günü, en düşük getirinin ise Pazartesi günü gerçekleştiği görülmüştür. Seanslara ilişkin anomaliler hakkında yapılan çalışmalarda da birinci seanslar ortalamada ikinci seanslardan daha yüksek getirili olmuştur.

Tablo 3.26. Yatırımcının İşlem Yaptığı Gün ve Seanslar

Seanslar	İşlemler	Günler				
		Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma
Birinci Seans	Alış	227	138	101	69	77
	Satış	98	90	76	78	104
İkinci Seans	Alış	80	68	60	56	64
	Satış	62	81	48	108	173

Tablo 3.27’de yatırımcıların büyük bir çoğunlukla Ocak ayında alış; Nisan ve Mayıs aylarında satış yaptıkları görülmektedir. İMKB’de yapılan çalışmalarda, endeksin en çok zirve yaptığı ayın Ocak ayı olduğu ortaya çıkmış ve yatırımcıların bu yükselişten yararlanmak için alım yaptıkları görülmüştür. En yoğun satışlar ise piyasaların durulma dönemine girdiği yaz başlangıcında, Nisan ve Mayıs aylarında meydana gelmektedir.

Tablo 3.27. Yatırımcının Pay Senedi Alım/Satımı Yapmayı Yeğlediği Ay

İşlemler	Aylar											
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haz	Tem	Ağu	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Alış	124	85	57	76	93	42	36	71	183	113	67	61
Satış	76	93	93	101	101	77	27	15	43	74	70	86

Tablo 3.28'e göre yatırımcıların büyük bir çoğunluğu pay senedi fiyatları düşse de çıksa da bekleme eğilimindedirler. Yatırımcıların %61,1'i pay senedi fiyatları düşüş eğilimine girdiğinde; %48,8'i ise pay senedi fiyatları yükseliş eğilimine girdiğinde bekleme eğilimdedir. Serpil Döm (2002) tarafından yapılan çalışmada da yatırımcıların %41 oran ile aynı durumda bekleme tercih ettikleri görülmüştür. Bu veri araştırmalarının sonucunun uyuştuğunu göstermektedir.

Tablo 3.28: Yatırımcıların Piyasanın Düşüş ve Yükseliş Eğilimlerindeki Tepkisi

Durum	Tepki	Hemen Alım Yaparım	Beklerim	Hemen Satım Yaparım	Toplam
1- Pay senedi fiyatları düşüş eğilimine girdiğinde	Sıklık	98	282	34	414
	Yüzde	23,7	68,1	8,2	100
2- Pay senedi fiyatları yükseliş eğilimine girdiğinde	Sıklık	72	202	140	414
	Yüzde	17,4	48,8	33,8	100

Tablo 3.29'da yatırımcıların düşen bir piyasada sahip oldukları portföylerinin değerinin %20 düşmesi halinde verdikleri tepkiler görülmektedir. Yatırımcıların %65,9'u böyle bir durumda endişeleneceklerini ancak; yatırımlarını hemen elden çıkarmayıp, durum değerlendirmesi yapacaklarını belirtmişlerdir. Yatırımcıların çoğu kaybeden hisselerini tutmayı seçebilirler. Bunun nedeni yatırımcıların kayıpları kavramakta isteksiz ve gönülsüz olmalarıdır. Çünkü onlara göre, bugünün kaybedenlerinin yarının kazananlarıdır.

Tablo 3.29: Alçalan Eğilimli Bir Piyasada Portföy Değeri Düşen Yatırımcının Tepkisi

Tepki \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Yatırımlarımı hemen elden çıkarırım	49	11,8	11,8
Uzun vadeli yatırım vizyonuna sahibim; yatırımda değişiklik yapmam	92	22,2	34,1
Endişelenirim; ancak durum değerlendirmesi yaparım; yatırımlarımı hemen elden çıkarmam.	273	65,9	100
Toplam	414	100	

Tablo 30'a göre, bir A pay senedinin 1 ay önceki alış fiyatının 50 YTL olduğu; bugün ise 40 YTL'den satıldığı varsayıldığında. 1 ay sonra, söz konusu pay senedinin fiyatının 10 YTL daha artıp 50YTL'ye satılma olasılığı olabildiği gibi; 10 YTL daha düşerek 30 YTL'ye satılma olasılığının da varsa, yarı yarıya şanslarının olduğu bu durumda yatırımcıların %43'ü beklemeyi tercih ederken; %28'i de bir kısmını satmayı tercih etmiştir. Tablo 3.28'e benzer şekilde yatırımcı fiyatı düşen pay senedini elde tutma eğilimindedir. Bu davranışın temelinde, değeri artan pay senedini portföyünden çıkartarak, bu pay senedinin değerinin ileride düşmesi halinde yaşayacağı yeni bir pişmanlığı önlemiş olma psikolojisi yatmaktadır.

Tablo 3.30: Başabaş Noktasına Gelme Şansının Yarı Yarıya Olduğu Bir Piyasada; İlk Yatırım Değerinin Altına Düşen Bir Pay Senedine, Yatırımcının

Tepkisi

Tepki \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Hepsini satarım	24	5,8	5,8
Beklerim	178	43	48,8
Bir kısmını satarım	116	28	76,8
Bir kısmını satar başka bir pay senedi alırım	52	12,6	89,4
Aynı pay senedinden bir miktar daha alırım	44	10,6	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.31'de bir pay senedinin son 2 yılda piyasa ortalamasının

üzerinde değer kazandığı ve geleceğinin parlak görüldüğü varsayıldığında yatırımcılara verilen bu bilginin söz konusu pay senedini satın almak için yeterli olmadığı görülmektedirler. Aynı soru Malena Johnsson, Henrik Lindblom ve Peter Platan tarafından Lund Üniversitesi'nde 2002 yılında "Behavioral Finance and the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble At the End of the 1990s" adlı tez çalışmasında 160 yatırımcıya yöneltilmiş olup; bu yatırımcılar da benzer şekilde %57 oran ile verilen bilginin pay senedini satın almak için yetersiz olduğu görüşünü savunmuşlardır.

Tablo 3.31: Bir Pay Senedinin Değerinin Yükselineceği Bilgisine Yatırımcıların Tepkisi

Tepki \ Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
Pay senedi satın alınmaya değermez	22	5,3	5,3
Verilen bilgi pay senedini satın almak için yeterli değil	300	72,5	77,8
Pay senedi satın alınmaya değer	92	22,2	100
Toplam	414	100	

Tablo 3.32'ye göre yatırımcılar; A ve B pay senetlerinden oluşan 2 hisseli bir portföye sahip olduklarında ve C pay senedine yatırım yapmayı düşünmektedir. Likiditenin olmaması ve A pay senetlerinin %20 getiri sağlayıp, B pay senetlerinin %20 kaybettiği bir durumda C pay senedini satın alabilmek için %76,6 oranda %20 oranla en çok kazandıran pay senedini yani A payını satmayı tercih etmişlerdir. Yatkılık etkisini ölçmek için hazırlanmış olan bu soruda yatırımcıların dörtte üçü gibi büyük bir çoğunluğu kazanan pay senedini elinden çıkarmayı tercih ederken; kaybeden pay senedini elde tutacağını beyan etmiştir. Bu sonuç, yatkılık etkisini büyük ölçüde destekler yönde olmuştur. Çünkü bu etkiye göre; birey kaybeden pay senedini satma durumunda pişmanlık duyacak ve bireyin yatırım kararının onaylanması anlamını taşıyan kaybeden pay senedini satma kararı da bu sebeple ertelenecektir. Oysaki kazandıran bir pay senedini satma kararı ise; bireyin pişmanlık hissi duymaktan kaçınmasına ve vermiş olduğu başarılı

yatırım kararı ile övünerek, gurur duymasına sebep olacaktır. Yatınlık etkisinin bireysel yatırımcılar üzerinde bu kadar yüksek oranda etkili olmasının nedenlerinden biri de, medya ile yatırım uzmanlarının bu konudaki yönlendirmeleri olduğu düşünülebilir. Borsanın düşüş eğiliminde olduğu dönemlerde ya da bireysel yatırımcıların portföylerindeki kaybettiren pay senetlerini ellerinde tutmayı sürdürmelerinde, medya ile yatırım uzmanlarının devamlı olarak yatırımcıları, elden çıkarmaması ve beklemesi yönünde hemfikir oldukları telkinleri de etkili olmaktadır.

Tablo 3.32: Piyasadaki Yatırımcıların Satış Kararını Kaybettiren ya da Kazandıran Pay Senetlerinden Yana Yapma Yönü

Seçim	Sıklık	Sıklık	Yüzde	Birikimli Yüzde
A (%20 kazandıran)		317	76,6	76,6
B (%20 kaybettiren)		97	23,4	100
Toplam		414	100	

3.10. HİPOTEZLERİN TESTİ

Hipotezler değişken sayısına dayalı olarak T Testi ve/veya Anova Testi'ne tabi tutulmuştur.

Değişken sayısının az olması durumunda T Testi kullanılmaktadır. Testte yer alan sigma (sig.) değeri ise “p”yi yani anlamlılık değerini vermektedir. “p” değerinin (sig.) = 0,05 olduğu kabul edilir. P (sig.)'nin bu değerini alması farklılıkların güven aralığının %95 olmasından kaynaklanmaktadır. T Testi için; sig değerinin < 0,05 olması durumunda hipotez kabul edilmelidir.

Değişken sayısının fazla olması durumunda Anova Testi kullanılmıştır. Testte yer alan sigma (sig.) değerini ise “p”yi yani anlamlılık değerini vermektedir. “p” değerinin (sig.) = 0,05 olduğu kabul edilir. P (sig.)'nin bu değerini alması farklılıkların güven aralığının %95 olmasından kaynaklanmaktadır. Anova Testi için; “sig. < 0,05” olması durumunda hipotez kabul edilmelidir.

Hipotezler anlamlılık düzeyi en yüksek olanlar arasından seçilen 16 hipotez beş grup altında test edilmiştir:

- 1.Grup: Demografik özellikler ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki
- 2.Grup: Demografik özellikler ile pay senedine ilişkin göstergeler arasındaki ilişki
- 3.Grup: Demografik özellikler ile aracı kurumun niteliği arasındaki ilişki
- 4.Grup: Demografik özellikler ile pazar verileri arasındaki ilişki
- 5.Grup: Demografik özellikler ile öznel yargılar arasındaki ilişki

3.10.1. Demografik Özellikler İle Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişki

H₁= “Pay senedi yatırım kararı ile makro ekonomik göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde “*Makro Göstergeler*”in yatırım kararına etkisi cinsiyet baz alınarak ölçülmüştür. Bu anlamda bu faktörleri karşılayan sorular birlikte incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar ile karşılaşılmıştır:

Burada Sigma değeri'nin 0 çıktığı görülmektedir (sig.<0,05'dir). Bu durumda hipotez kabul edilmelidir. Pay senedi yatırım kararı ile makro ekonomik göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.33. Makro Ekonomik Göstergeler ile Cinsiyet Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig	t	df	Sig. (2.tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	0,254	0,615	-3,59	412	0	-0,1654	0,04606	-0,25593	-0,07483
Equal variances not assumed			-3,56	366,983	0	-0,1654	0,04645	-0,25672	-0,07404

Yatırımcının kişilik yapısı, alacağı yatırım kararlarında oldukça etkilidir. Pay senedi piyasasında çoğunlukla kadınların riskten kaçınma eğiliminde oldukları; erkeklerin ise aşırı güvenle hareket ederek riski kadınlara oranla daha fazla tolere ettikleri bilinmektedir. Bu anlamda makro göstergelerin seyri bireylerin risk algılamasına göre kadın ve erkek yatırımcılar arasında değişiklik gösterecektir.

H₂= “Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde sig.>0,05 olduğu görülmüştür. Anova testinde bu değer, hipotezinin reddi anlamına gelmektedir. Bu sonuç ile teoride bilinen yargının aksine uygulamada pay senedi yatırım kararı ile makro ekonomik göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmadığı görülmüştür.

Tablo 3.34. Makroekonomik Göstergeler ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1,268	4	0,317	1,439	0,22
Within Groups	90,082	409	0,22		
Total	91,35	413			

Yatırımcılar pay senedi piyasası düşüş/yükseliş trendine girdiğinde ani alım/satım kararları verebilir ya da beklemeyi seçebilirler. Kahneman ve Tversky'e göre yatırımcıların piyasadaki değişimlere karşı verdikleri bu tepkiler, bireyin yaşı ile ilişkili olup; piyasaya bakış açısı yaş gruplarına göre farklılaşmaktadır. Örneğin yaşlı yatırımcılar yatırımlarında düzenli bir getiri elde etmek istediklerinden tasarruflarını yatırım aracı olarak kabul gören alanlara yönlendirmek isterken; genç yatırımcılar ise kazançlarını etkileyecek riskle uğraşma ve yatırımlarını uzun süreye yayma eğilimindedirler. Genç yatırımcılar finansal getirilerdeki bileşimin risklerini gidermenin yollarını arayıp, bu riskleri değiştirme çabası gösterirken; yaşlı yatırımcılar, genç yatırımcılara oranla uzun döneme sahip olmadıklarını düşündüklerinden; uzun süreli yatırım planı yapmamaktadırlar. Davranışçı yaklaşım, yaş grupları

arasındaki bu tutumsal farkın pay senetleri piyasasında meydana gelecek alım ve satım dalgalarında da kendini göstermekte olduğunu savunsa da uygulamada bireylerin yatırım kararları verirken piyasadaki makro göstergelerden etkilenmesinin yaşa göre farklılık göstermediği görüşmüştür. Bireyler yaş grupları ne olursa olsun riskli seçimlerde elde edilmesi kesin olan sonuca daha fazla ağırlık vermektedirler.

H₃= “Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde “Makro Göstergeler”in yatırım kararına etkisi medeni durum baz alınarak ölçülmüştür. Bu anlamda bu faktörleri karşılayan sorular birlikte incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar ile karşılaşılmıştır:

Burada Sigma değeri'nin sig.<0,05 olduğu görülmektedir. Bu durumda hipotez kabul edilmelidir. Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.35. Makroekonomik Göstergeler ve Medeni Durum Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	1,27	0,26	2,908	410	0,004	0,1337	0,04599	0,04332	0,22411
Equal variances not assumed			2,899	400,577	0,004	0,1337	0,04612	0,04305	0,22438

Kamu finansmanındaki darboğaz, enflasyon oranındaki artış, vs. alternatif yatırım araçlarının getirilerini dolayısı ile bireyin yatırım kararını etkilemektedir. Benzer şekilde siyasi dalgalanmalar, yatırımcıların çok büyük bir bölümünce çok önemli veya önemli olarak belirtmiştir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan siyasi krizler sonrasında ekonomide meydana gelen büyük ölçekli değişiklikler yatırımcıların yatırım kararını

verirken dikkatli davranmasını gerektirecektir. Tüm bu faktörlerin derecesi yatırımcılara bir risk yükleyeceğinden ve bu risk algılaması ise özellikle yatırımcının medeni durumuna göre farklılaşacağından; yatırımcının kararını da etkileyecektir.

H₄= “Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; “sig. < 0,05” olduğundan Anova testinde bu, hipotezinin kabulü anlamına gelmektedir. Yani Pay senedi yatırım kararı ile makroekonomik göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki vardır. Hipotez kabul edilmiştir.

Tablo 3.36. Makroekonomik Göstergeler ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	2,037	3	0,679	3,118	0,026
Within Groups	89,313	410	0,218		
Total	91,35	413			

Yatırımcıların eğitim durumuna göre piyasadaki makroekonomik koşullardan ve bunların yarattığı risk ve beklentilerden etkilenmesi farklılaşmaktadır. Bu veri piyasada bilgi düzeyi fazla olan yatırımcıların piyasayı iyi analiz edip başarılı olacağı yargısının doğru olduğunu göstermiştir.

3.10.2. Demografik Özellikler İle Pay Senedine İlişkin Göstergeler Arasındaki İlişki

H₅= “Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; değişken sayısı az olduğu için T Testi kullanılmıştır. “Pay Senedinin Niteliği”nin yatırım kararına etkisi cinsiyet baz alınarak ölçülmüş; sigma değeri'nin 0 çıktığı görülmüştür. (sig.<0,05'dir). Bu durumda hipotez

kabul edilmelidir. Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.37. Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Cinsiyet Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2.tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	0,004	0,947	-4,845	412	0	-0,216	0,04459	-0,30367	-0,12837
Equal variances not assumed			-4,828	374,428	0	-0,216	0,04474	-0,304	-0,12804

Yatırımcının kişilik yapısı, alacağı yatırım kararlarında oldukça etkilidir. Özellikle kadınların rasyonel davranması ve riskten kaçınma eğilimleri yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Bu da tercih ettikleri yatırım aracının risk düzeyi, alternatif getirisi, spekülasyon olup olmaması gibi konularda erkeklere göre daha çekinceli davranmalarına neden olmaktadır. Bu bağlamda Odean ve Barber tarafından 2001 yılında 35,000 yatırımcı üzerinde yapılan bir çalışmada; kadın ve erkek yatırımcıların performanslarını ayrı ayrı ölçülmüş ve karşılaştırılmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre erkekler kadınlara göre daha agresif davranmakta ancak daha düşük getiriler elde etmektedirler. Kadınlar ise daha az işlem yaptıkları için zararları daha küçük olmaktadır.

H₆= "Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

Analizde; sig. > 0,05 bulunmuştur. Anova testinde bu değer, hipotezinin reddi anlamına gelmektedir. Yani pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Tablo 3.38. Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1,517	4	0,379	1,799	0,128
Within Groups	86,213	409	0,211		
Total	87,73	413			

Pay senedine ilişkin göstergelerin yorumlanarak yatırım kararına dönüşmesi ve pay senetleri piyasası araştırma ve inceleme gerektirdiğinden, yaşlı yatırımcılar bu anlamda genç yatırımcılara oranla daha isteksizdirler. Bu tür yatırımcılar yatırım danışmanları ve aracı kurumlardan destek alabilmektedirler. Dolayısı ile piyasada bilinen pay senedine ilişkin göstergelerin yatırım kararına etkisinin yaş grubuna göre değişmekte olduğu yargısının doğru olmadığı görülmüştür.

Örnek grubun yaşlarına göre dağılımına bakıldığında, büyük çoğunluğunun (yaklaşık %90) 20 ile 40 yaş arasında genç yatırımcılardan oluştuğu görülmektedir. Bu açıdan, H_4 ve H_6 hipotezlerinden elde edilen sonuçlara göre, hizmet sektöründe çalışan pay senedi yatırımcılarının, ekonomik göstergeler ve pay senedi kalitesinden etkilenme derecelerinin yaşlarına göre farklılaşmaması, genç yatırımcıların, risk alma düzeylerinin yaşlı yatırımcılara göre türdeş olduğunun bir göstergesi olabilir.

H_7 = “Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; değişken sayısı az olduğu için T Testi kullanılmıştır. “Pay Senedine İlişkin Göstergeler” ’in yatırım kararına etkisi medeni durum baz alınarak ölçülmüştür. Sigma değeri’nin sig.<0,05 olduğu görülmektedir. Bu durumda hipotez kabul edilmelidir. Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine

ilişkin göstergeler arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.39. Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Medeni Durum Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2.tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	3,14	0,077	2,464	410	0,014	0,1115	0,04527	0,02255	0,20053
Equal variances not assumed			2,472	409,645	0,014	0,1115	0,04512	0,02284	0,20023

Pay senedine ilişkin göstergelerin işaret ettiği risk seviyesi yatırım kararında bekâr veya evli yatırımcıları farklı farklı etkileyecektir. Çünkü bekârların ve evlilerin sahip oldukları sorumluluklar, risk alma düzeyini de etkileyecektir.

H₈= “Pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; sig. > 0,05” bulunmuştur. Anova testinde bu ise, hipotezinin reddi anlamına gelmekte olup; pay senedi yatırım kararı ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmamakta olduğu görülmüştür.

Tablo 3.40. Pay Senedine İlişkin Göstergeler ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1,029	3	0,343	1,622	0,184
Within Groups	86,701	410	0,211		

Total	87,73	413			
--------------	-------	-----	--	--	--

Bireylerin pay senedine ilişkin birtakım göstergeleri değerlendirmesi ve bunu pay senedi piyasasında düşünce ve davranışlara dönüştürmesi eğitim düzeyine ve bilgisine bağlıdır. Birey sahip olduğu bilgiler ölçüsünde yatırım seçeneklerini değerlendirecek; risk ve getiri beklentisine en uygun olan seçeneği bulacaktır. Ancak değişen koşullar ile bilgi ve eğitim birikimi yeterli olmayan yatırımcılar, yatırım danışmanları ve aracı kurumlardan destek alarak piyasada yer almaya başlamışlardır. Uygulamada elde edilen bu sonuç ile bireylerin yatırım kararları ile pay senedine ilişkin göstergeler arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki olduğu yargısının doğru olmadığı görülmüştür.

3.10.3. Demografik Özellikler İle Aracı Kurumun Niteliği Arasındaki İlişki

H₉= "Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

Analizde; değişken sayısı az olduğu için T Testi kullanılmıştır. "Aracı Kurumun Niteliği"nin yatırım kararına etkisi cinsiyet baz alınarak ölçülmüştür. Sigma değeri'nin sig.<0,05 çıkması ile hipotez kabul edilmiştir. Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 3.41 Aracı Kurumun Niteliği ile Cinsiyet Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2.tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	1,473	0,226	-2,595	412	0,01	-0,1821	0,07016	-0,32	-0,04416
Equal variances not assumed			-2,642	400,35	0,009	-0,1821	0,06893	-0,31758	-0,04657

Aracı kurumun sunduğu hizmet kalitesi ve yatırım uzmanlarının başarılı önerileri gibi faktörler bir aracı kurumun niteliğine ilişkin bilgi verebilmektedir. Yatırım uzmanlarının piyasa hakkındaki bilgisi, yatırımcıların piyasadan elde ettiği getirileri değerlendirme biçimini etkilemektedir. Yatırım uzmanları, pay senedi piyasasında meydana gelen fiyat hareketlerini, geçmiş bilgileri birtakım istatistikî verileri yorumlayıp; yatırımcıların piyasa hakkında karar vermelerine yardımcı olmaktadır.

Pay senedi piyasalarında işlem yapmak, piyasada yer alan yatırımcılar tarafından çoğu zaman, erkeklere özgü bir davranış olarak nitelendirilmekte ve erkek yatırımcılar bu piyasada aşırı güven içerisinde hareket etmektedirler. Bu nedenle kendinden emin davranmakta ve pay senetleri alım satımını daha çok kendi bilgi ve deneyimleri doğrultusunda gerçekleştirmektedirler.

H₁₀= “Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; sig. < 0,05 bulunmuş ve hipotez kabul edilmiştir. Pay senedi yatırım kararı ile aracı kurumun niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.42. Aracı Kurumun Niteliği ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	14,304	4	3,576	7,517	0
Within Groups	194,563	409	0,476		
Total	208,867	413			

Bireylerin pay senedi piyasasında bilgiye ulaşması yatırım kararını etkilemektedir. Bilgiye ulaşma genç yatırımcıların teknolojiye yakınlıkları vb. nedenler ile daha kolaydır. Pay senedi piyasasında yatırım yapmak isteyen bireyin bilgisi tam olmalıdır ya da bir uzmandan yardım almalıdır. Bu anlamda

aracı kurumun sunduğu olanakların yatırım kararına etkisi yaşa göre farklılaşmaktadır.

3.10.4. Demografik Özellikler İle İşletmenin Niteliği Arasındaki İlişki

H₁₁= “Pay senedi yatırım kararı ile işletmenin niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; Anova Testi kullanılmış sig. > 0,05 bulunmuştur. Bu, hipotezinin reddi anlamına gelmekte pay senedi yatırım kararı ile işletmenin niteliği arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunduğu hipotezini reddetmektedir.

Tablo 3.43. İşletmenin Niteliği ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1,641	4	0,41	1,016	0,399
Within Groups	165,025	409	0,403		
Total	166,666	413			

Tablo İşletmenin tanınırlık düzeyi, halka açıklık düzeyi, kârlılık oranı gibi faktörler işletmenin niteliğini ortaya koymaktadır. Tablo 3.14 'de görüldüğü üzere yatırımcılar bu faktörleri %60-80 aralığında önemsemektedirler. Yatırım kararı alırken; nasıl kâr ettiği tam olarak anlaşılmayan bir şirketin geleceği hakkında akıllıca bir tahminde bulunulamaz. Bu hipotez ile bilinen yargının aksine yatırımcının yaş grubu ne olursa olsun yatırım yapılacak işletmenin niteliğinin, yatırım kararındaki etkisinin yaş gruplarına göre farklılaşmadığı görülmüştür.

3.10.5. Demografik Özellikler İle Pazar Verileri Arasındaki İlişki

H₁₂= “Pay senedi yatırım kararı ile Pazar verileri arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; “sig. < 0,05” olduğu görülmektedir. Anova testinde bu, hipotezin kabulü anlamına gelmektedir. Yani Pay senedi yatırım kararı ile pazar verileri arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.44. Pazar Verileri ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	10,114	3	3,371	6,282	0
Within Groups	220,038	410	0,537		
Total	230,152	413			

Pazar verileri ve bu verilerin etkisini yorumlamak ve yatırım kararına dönüştürmek bireyin eğitim ve bilgi düzeyi ile ilişkilendirilmektedir. Elde edilen veriler bilinen bu yargının pratikte geçerli olduğunun bir göstergesidir.

3.10.6. Demografik Özellikler İle Öznel Yargılar Arasındaki İlişki

H₁₃= “Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; değişken sayısı az olduğu için T Testi kullanılmıştır. “Öznel Yargılar”ın yatırım kararına etkisi cinsiyet baz alınarak ölçülmüştür. Sigma değeri'nin sig.>0,05 çıkması ile hipotez reddedilmiştir. Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında cinsiyete göre anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Tablo 3.45. Öznel Yargılar ile Cinsiyet Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2.tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	0,899	0,344	-0,482	412	0,63	-0,0318	0,06603	-0,16159	0,09799
Equal variances not assumed			2,472	398,544	0,625	-0,0318	0,06499	-0,15906	0,09596

Erkekler pay senedi piyasasında kadınlara göre daha agresif davranmakta ve aşırı güvenli olarak hareket etmekte ve kadınların rasyonel davranması, riskten kaçınma eğilimleri yatırım kararlarında da etkili olmaktadır. Ancak araştırmanın bulguları piyasada bilinen bu yargının, pratikte geçerli olmadığını göstermiştir.

H₁₄= “Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında yaşa göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; “sig. < 0,05” olduğundan Anova testinde bu, hipotezin kabulü anlamına gelmektedir. Yani pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.46. Öznel Yargılar ile Yaş Grubu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	6,979	4	1,745	4,075	0,003
Within Groups	175,12	409	0,428		
Total	182,099	413			

Davranışçı finasta pay senedi piyasasında kişisel sezgiler gibi öznel birtakım verilerin yatırım kararına etkisinin bireylerin yaş grubuna göre farklılaştığı; yaşlı yatırımcıların piyasada kendi bilgileri yerine, yatırım tavsiyelerine göre hareket ettiği düşünülmekte olup; bu veri, bilinen bu kanının doğru olmadığını işaret etmektedir.

H₁₅= “Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.”

Analizde; değişken sayısı az olduğu için T Testi kullanılmıştır. “Öznel Yargılar”ın yatırım kararına etkisi medeni durum baz alınarak ölçülmüştür. Sigma değeri'nin sig.>0,05 çıkması ile hipotez reddedilmiştir. Pay senedi

yatırım kararı ile öznel yargılar arasında medeni duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Tablo 3.47. Öznel Yargılar ile Medeni Durum Arasındaki İlişki

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variances assumed	3.28	0.071	0.062	410	0.951	0.0041	0.06567	-0.12504	0.13315
Equal variances not assumed			0.062	408.604	0.951	0.0041	0.06539	-0.12449	0.1326

H₁₆= "Pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında eğitim duruma göre anlamlı bir ilişki bulunmaktadır."

Analizde; "sig. < 0,05" olduğu görülmektedir. Anova testinde bu hipotezin kabulü anlamına gelmektedir. Yani pay senedi yatırım kararı ile öznel yargılar arasında eğitim durumuna göre anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.48. Öznel Yargılar ile Eğitim Durumu Arasındaki İlişki

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	4,883	3	1,628	3,765	0,011
Within Groups	177,216	410	0,432		
Total	182,099	413			

Piyasa verilerini değerlendirmeye yeterli olmayan yatırımcıların çoğu zaman bir yatırım uzmanından yardım almak yerine kendi kişisel sezgileri, birtakım söylentilere ve piyasadaki birtakım eğilimlere göre hareket ettikleri; kısacası öznel yargıların yatırım kararına etkisinin bireyin eğitim durumuna

göre farklılaştığı bilinmektedir. Elde edilen bu veri, bilinen bu kanının doğru olduğunu göstermiştir.

SONUÇ

Son yüzyılda (21.yy) pay senedi piyasasında yatırımcı davranışları, sadece finans çevrelerinde değil; psikoloji biliminde de en çok tartışılan konuların arasında yer almıştır. Davranışsal finansın gelişimine dayanak olan kuramların bir kısmı psikolojik faktörleri dikkate almazken; Kahneman ve Tversky (1979) ile başlayan bir dizi çalışmadan elde edilen bulgular, pek çok deneysel çalışma ile irdelenmiştir. Pay senedi piyasasındaki yatırımcı davranışları, ilk olarak Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Kuramı ile ortaya konmuş; sonrasında psikolojik önyargılar, zihinsel muhasebe, yatırımcı duyarlılığı ve sürü psikolojisine yönelik araştırmalar ile geliştirilmiştir.

Davranışsal Finans Kuramı'na temel olan Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Kuramı ile ilgili çalışmaları yanında, hevristikler ve bilişsel önyargılara dayalı yapılan çalışmalar da, temelde bilişsel noksanlıkların irdelenmesine dayanmaktadır. Bununla birlikte, psikolojik önyargıların ise, bireylerin kararlarını etkileyerek, usdışı(irrasyonel) davranışlar göstermelerine neden olduğu ileri sürülmüştür.

Kahneman ve Tversky(1979), "Prospect Theory" adlı çalışmasında, herhangi bir olayla ilgili kararın ağırlığının, basit olarak, o olaya ilişkin önyargıların kavranma olasılığına bağlı olduğunu ve karar ağırlıklarının, belirsizlik gibi diğer etkenlerden etkilenebileceğini söylemektedir. Benartzi ve Thaler(2006), çalışmalarında, emeklilik yatırımı yapan yatırımcıların görece olarak tutuk davrandıklarını belirtmektedirler. Barberis ve diğerleri(1999), Kahneman ve Tversky'nin kuramı ve Thaler ve Johnson(1990)'un bulguları ile 1925-1995 dönemine ait varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmış ve yatırımının performansına bağlı olarak, yatırımcının riskten kaçınma derecesinin zaman içinde değişebileceğini öngörmüşlerdir. Usul ve diğerleri(2002) çalışmalarında, bireysel yatırımcıların meslek, yaş, öğrenim

ve gelir durumları gibi özelliklerin; pay senetlerine yapacakları yatırımların oranını, yatırım süresini, risk alma düzeylerini ve risk alma oranlarını etkilediğini ortaya koymuşlardır. Kandır(2006) ise çalışmasında, yatırımcı duyarlılığının, pay senedi getirilerini tahmin yeteneğine sahip olduğunu belirtmektedir.

İMKB'nin kuruluşundan bu yana çok sayıda ampirik çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmaların çoğu, İMKB'nin etkinliğinin test edilmesine yöneliktir. Yatırımcı davranışı, yatırımcı psikolojisi ve piyasa psikolojisi kavramları finansal piyasalarda konuşulan ancak; ampirik olarak çok fazla incelenmemiş kavramlardır.

Çalışmada, aracı kurumlar yoluyla İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların yatırım davranışlarını belirleyen güdülerin ortaya kanması amaçlanmıştır. Bu amaçla, haftanın günü etkisi, aylık etki gibi anomalilerin saptanması yanında, pay senedi piyasasındaki oyuncuların davranış biçiminin ölçülmesine yönelik çeşitli oyunların da yer aldığı bir anket uygulaması yapılmıştır.

Aşağıda özet olarak verildiği gibi, çalışmadan elde edilen sonuçlar, piyasada genel kabul görmüş birtakım yargıların değişme uğramış olduğunu göstermekle birlikte, birçok kriterin geçmiş yıl verileri ile örtüşüğünü de göstermiştir:

- Çalışma, pay senedi piyasalarında erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre sayıca üstün olduğu ve pay senedi piyasasının erkeklere özgü bir yatırım aracı olduğuna ilişkin genel yargının değiştiğini, dolayısıyla kadınların toplumdaki etkinliklerinin artması ile birlikte pay senedi piyasalarında da etkin olmaya başladıklarını göstermiştir. Bunun yanında, Kadınların erkeklere göre daha rasyonel davranması ve riskten kaçınma eğilimleri yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Erkekler, kadınlara göre piyasada daha atak davranmakta, ancak daha düşük getiri elde etmektedirler. Kadınlar ise, daha az işlem yaptıklarından daha düşük zararlarla karşılaşmaktadır. Bu anlamda pay senedi piyasasında bireylerin yatırım kararını, öznel birtakım

yargılar dışında, makroekonomik ve pay senedine ilişkin bazı göstergeler ile aracı kurumun niteliği etkilemekte ve bu etki cinsiyete göre farklılaşmaktadır.

- Piyasadaki yatırımcıların önemli bir bölümünün genç nüfus olarak tabir edilebilecek 21-30 yaş arasında yer almakta olduğunu göstermiştir, bu veri davranışsal yaklaşımda genç yatırımcıların pay senedi piyasasında daha fazla yatırım yaptıkları teorisini doğrulamaktadır. Ancak elde edilen veriler yaş grubu ne olursa olsun bireylerin yatırım kararlarında makroekonomik göstergeleri dikkate aldığını ve riske karşı duyarlılığının olduğunu göstermiştir. Bunun yanı sıra, pay senedi piyasası araştırma ve inceleme gerektirdiğinden, yaşlı yatırımcılar bu anlamda genç yatırımcılara oranla daha isteksizdirler. Bu tür yatırımcılar yatırım danışmanları ve aracı kurumlardan destek alabilmektedirler. Dolayısı ile piyasada bilinen pay senedine ilişkin göstergelerin yatırım kararına etkisinin yaş grubuna göre değişmekte olduğu yargısının doğru olmadığı görülmüştür. Pay senedi yatırım kararına aracı kurumun niteliği ve öznel yargılar gibi faktörlerin etkisi yaşa göre farklılaşmakta, ancak makroekonomik ve pay senedine ilişkin bazı göstergeler, işletmenin niteliği gibi faktörlerin etkisinin ise yaş grubuna göre değişmediği çalışmada elde edilen veriler ile saptanmıştır.
- Yatırımcıların piyasadaki bilgi düzeyinin ise, önceki çalışmalarla karşılaştırıldığında pek değişmemiş olduğu görülmüştür. Buna karşılık, pay senedine ilişkin bazı göstergeler, yatırımcıların verdiği yatırım kararına etki etmekte ve bu etki, eğitim durumuna göre farklılaşmaktadır. Ancak makroekonomik göstergeler, öznel yargılar ve pazar verileri yatırım kararını etkilerken; bu etkinin bireylerin eğitim durumuna göre farklılık gösterdiği görülmüştür.
- Pay senedi piyasası için yapılan araştırmalar ile tutarlı olarak, yatırımcıların pay senedi piyasasına yatırım yapma süresinin 0 - 5 yıl arasında olduğu saptanmıştır.
- Yatırımcıların pay senedi piyasasındaki yatırımlarının; toplam tasarrufları içindeki payı %20'den, aylık yatırım tutarının ise 500

YTL'den az olduğu, aylık ortalama getirilerin %1-%5 aralığında dalgalandığı ve yatırımcıların yatırımlarını her gün veya haftada birkaç kez gözden geçirdiği saptanmıştır. Yatırımcıların pay senedi piyasasında elde ettikleri getirilerini ise, büyük bir oranda yeniden pay senedi piyasasında değerlendirdiği anlaşılmaktadır. Pay senedi piyasasında elde ettikleri getirilerini değerlendirme biçimleri yanında yaş grubu ile birikimden pay senedine ayrılan pay arasında bir ilişki olmadığı, ancak yatırımcıların bilgi düzeyinin yatırımcıların pay senedi piyasasında elde ettikleri getirilerini değerlendirme biçimini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Getirileri düşük olmasına rağmen yatırımcıların yakınlarına bu piyasada yatırım yapmayı ara sıra önerdikleri de çıkan sonuçlar içerisinde dikkat çekmektedir.

- Yatırımcıların en çok tercih ettikleri ilk üç yatırım aracı ise; gayrimenkul, mevduat ve faizdir. Sonuçlar, piyasadaki yatırımcıların riski düşük ve sabit getirili menkul kıymetlere yöneldiğini göstermektedir.
- Yatırımcıların en çok Pazartesi günleri 1. seansta alış; Cuma günleri 2. seansta ise satış yaptıkları görölmektedir. Bu saptama, İMKB'deki haftanın günü etkisini doğrulamaktadır.
- Yatırımcıların büyük bir çoğunlukla Ocak ayında alış; Nisan ve Mayıs aylarında satış yaptıkları gözler önüne serilmektedir. Bu da, İMKB'de yapılan çalışmalarda neden endeksin en çok zirve yaptığı ayın Ocak ayı olduğunu açıklamakta, bu yükselişten faydalanmak için alım yaptıkları anlaşılmaktadır. En yoğun satışlar ise, piyasaların durulma dönemine girdiği yaz başlangıcı olan Nisan ve Mayıs aylarında görölmektedir.
- Yatırım yaparken çeşitli faktörlerin mikro(işletmenin tanınmışlık düzeyi, halka açıklık oranı vb.) ve makro(piyasa faiz oranları, siyasi gelişmeler vb.) yatırım kararını önemli ölçüde etkilediği saptanmıştır.
- Bireysel yatırımcıların pay senedi piyasasına bakışı ölçüldüğünde, büyüklerin kazandığı küçüklerin kaybettiği; büyük balığın küçük balığı yediği yer olarak algıladıkları anlaşılmaktadır.

- Yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun pay senedi fiyatları düşse de çıksa da bekleme eğiliminde olduğu ve yatırımcıların kazanan payları elden çıkarırken, kaybedenleri ise elde tutma eğilimi içerisinde oldukları saptanmıştır. Bu eğilimi, birikimden pay senedine ayrılan pay, yatırımcıların pay senedi piyasası hakkındaki bilgi düzeyleri, yaş grubu gibi faktörler de etkilemektedir.

Çalışma ile pay senedi piyasasındaki yatırımcı profili ve yatırımcıların piyasada meydana gelen olaylara çeşitli etmenlerin etkisi ile bakış açılarının yatırım kararlarına etkisi, İMKB örneği ile incelenmiştir. Sonuçlar davranışsal finans kuramları ile pek çok noktada tutarlı olarak, İMKB’de işlem yapan yatırımcıların kararlarını, yatırımcı psikolojisinin yönlendirdiği kuramını doğrulanmıştır.

EK 1: ANKET(SORMACA)

1. Cinsiyetiniz?
 Kadın Erkek
2. Yaş grubunuz?
 20 ve aşağısı 21-30 yaş arası 31-40 yaş arası
 41-50 yaş arası 51 ve yukarısı
3. Medeni durumunuz?
 Bekâr Evli
4. Eğitim durumunuz?
 Okuryazar İlkokul Ortaokul
 Lise Lisans(Üniversite) Lisansüstü(YLS/Doktora)
5. Meslek grubunuz?
 Ücretli (Özel Sektör) Ücretli (Kamu Sektörü) Serbest meslek
 Öğrenci Emekli İşsiz
 Diğer(Belirtiniz: _____)
6. Tasarruflarınızın, ortalama geliriniz içindeki payını(yüzde) işaretleyiniz!
 %20'den az %20-%40 arası %41-%60 arası
 %61-%80 arası %80'in üzeri
7. Bir ayda İMKB'de yaptığınız ortalama işlem sayısını işaretleyiniz!
 1 ve 5 arası 6 ve 10 arası
 11 ve 15 arası 16 ve üzeri

8. Hisse senetleri piyasası hakkındaki bilginizi ne düzeyde buluyorsunuz?
 Çok bilgin var
 Oldukça bilgin var
 Bilgin var
 Biraz bilgin var
 Hiçbir bilgin yok
9. Hisse senedi piyasasına kaç yıldır yatırım yapıyorsunuz?
 0 – 5 yıl arası
 6 – 10 yıl arası
 11 yıl ve üzeri
10. Hisse senedi piyasasına ayda ortalama kaç liralık yatırım yaparsınız?
 500 YTL den az
 500 – 1000 YTL
 1001 – 2000 YTL
 2001 – 3000 YTL
 3001 YTL ve üzeri
11. Hisse senetleri piyasasında aylık ortalama kazancınızı işaretleyiniz!
 % 1'in altında
 %1-%5 arası
 %5-%10 arası
 %10-%15 arası
 %15'in üstünde
12. Portföyünüzde ortalama kaç işletmenin hisse senedi bulunmaktadır?
 1
 2
 3 – 5 arası
 6 – 10 arası
 10 ve yukarısı
13. Hisse senedi portföyünüzü hangi sıklıkla gözden geçirirsiniz?
 Her gün düzenli olarak
 Haftada birkaç kez
 Haftada bir
 Ayda bir
 Belirli bir periyodu yok
14. Yakınlarnıza hisse senedi piyasasına yatırım yapmalarını hangi sıklıkla önerirsiniz?
 Her zaman
 Sık sık
 Çoğunlukla
 Ara sıra
 Hiçbir zaman
15. Aşağıdaki yatırım araçlarından hangilerine en çok güvendiğinizi önem sırasına göre belirtiniz!(En çok güvendiğinize 1'den başlayarak sıralayınız!)
 Altın
 Gayrimenkul
 Faiz
 Döviz
 Mevduat
 Türev Araçlar(Vadeli Piyasalar)
 Diğer(Belirtiniz: _____)
16. Portföyünüzdeki hisse senetlerini elde tutma sürenizi işaretleyiniz!
 1 hafta ve daha az
 1-2 hafta arası
 2 – 4 hafta arası
 2 ay
 2 aydan fazla
 Düzensiz
17. İMKB'de hangi gün hangi seansta hangi işlemi yaptığınızı işaretleyiniz! (A= Alış, S= Satış)
 (Birden fazla seçenek işaretlenebilir)
- | | Pazartesi | | Salı | | Çarşamba | | Perşembe | | Cuma | |
|---------------|-----------|-----|------|-----|----------|-----|----------|-----|------|-----|
| | A | S | A | S | A | S | A | S | A | S |
| Birinci Seans | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () |
| İkinci Seans | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () |
18. Hisse senedi alım/satımı için belirlediğiniz herhangi bir ay var mı? Size uygun olan seçenekleri işaretleyiniz.
- | | Ocak | Şubat | Mart | Nisan | Mayıs | Haziran | Temmuz | Ağustos | Eylül | Ekim | Kasım | Aralık |
|-------|------|-------|------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|------|-------|--------|
| Alış | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () |
| Satış | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () | () |

19. Yatırım yaparken aşağıdaki durumların sizin için önem düzeyi nedir? Size uygun olan seçenekleri işaretleyiniz.

	<u>Çok</u> <u>Önemli</u>	<u>Önemli</u>	<u>Kararsızım</u>	<u>Önemli</u> <u>Değil</u>	<u>Hiç Önemli</u> <u>Değil</u>
<u>Yatırım aracının risk düzeyi</u>	()	()	()	()	()
<u>Her ay düzenli bir getiri</u>	()	()	()	()	()
<u>Yatırım aracının alternatif getirisi</u>	()	()	()	()	()
<u>Siyasi dalgalanmalar</u>	()	()	()	()	()
<u>Beklenen enflasyon oranı</u>	()	()	()	()	()
<u>Döviz kurlarındaki dalgalanmalar</u>	()	()	()	()	()
<u>Piyasa faiz oranları</u>	()	()	()	()	()
<u>Reel ekonomide beklenen büyüme oranı</u>	()	()	()	()	()
<u>Yurtdışı piyasalardaki dalgalanmalar</u>	()	()	()	()	()
<u>Yatırım aracının kalitesi</u>	()	()	()	()	()
<u>Aracı kurumun sunduğu hizmet kalitesi</u>	()	()	()	()	()

20. Hisse senetleri piyasasında yatırım yaptığınız süreyi işaretleyiniz!

- () 3 aydan az () 3 aydan 6 aya kadar
() 6 aydan 1 yıla kadar () 1 yıldan fazla

21. Hisse senedi yatırımlarınızın, toplam tasarruflarınız içindeki payını işaretleyiniz!

- () %20'den az () %20-%40 arası () %41-%60 arası
() %61-%80 arası () %80'in üzeri

22. Türkiye'deki hisse senedi piyasasını nasıl tanımlarsınız?

- () Casino/ Kumarhane
() Servet kazanmanın en kolay yolu
() Büyükler kazanır, küçükler kaybeder (büyük balık küçük balığı yutar)
() Mevduat faizleri düştüğünde mecbur kalan tek alternatif
() Yatırım aracı
() Diğer (Belirtiniz: _____)

23. Aşağıdaki durumlarda hangi tepkiyi verebileceğinizi işaretleyiniz!

	<u>Hemen Alım</u> <u>Yaparım</u>	<u>Beklerim</u>	<u>Hemen Satım</u> <u>Yaparım</u>
<u>Hisse senedi fiyatları düşüş eğilimine girdiğinde</u>	()	()	()
<u>Hisse senedi fiyatları yükseliş eğilimine girdiğinde</u>	()	()	()

24. Sizce, İMKB endeksinin oynaklığının(volatilitésinin) temel nedeni nedir?
 Büyük yatırımcıların piyasayı istedikleri gibi yönlendirmeleri
 Ekonomik istikrarsızlık
 Siyasi istikrarsızlık
 Manipülasyon ve/veya spekülasyon
 İMKB'nin sığılığı
 Fikrim yok
 Diğer(Belirtiniz: _____)

25. Aşağıdaki yargılardan size uygun olanlarını işaretleyiniz!

Hisse senedi piyasasına yatırım yaparken	Çok önemli	Önemlidir	Kararsızım	Önemli değildir	Hiç önemli değildir
Ülkenin genel durumu ve ekonominin geçmişteki performansı	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
İMKB endeksinin geçmiş fiyat performansı (teknik analizi) ve beklentiler	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
İMKB endeksinin temel analizi ve beklentiler	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
İşletmenin tanınmışlık düzeyi	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Halka açıklık düzeyi	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kârlılık oranı	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Spekülatif olup/olmaması	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sektörün durumu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
İMKB çevresinden ve basından duyulan söylentiler	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sağlayacağı kâr payı(temettü) getirisi	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Yatırım uzmanlarının önerileri	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Güçlü yatırımcıların eğilimleri (sürü psikolojisi)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kişisel sezgilerim	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

26. Aşağıdaki yargılardan size uygun olanlarını işaretleyiniz!

Hisse senedi piyasasında elde ettiğim kazanç	Her Zaman	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir Zaman
daha çok kazanmak için hisse senedi piyasasına yeniden yatırım	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
yaşam standartımı yükseltecek yeni harcamalarda kullanırım	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
İMKB dışında farklı bir yatırım aracında değerlendiririm	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aylık gelirimini desteklemek amacı ile kullanırım	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

27. Düşen bir piyasada portföyünüzün değeri %20 düşerse;

- Yatırımlarımı hemen elden çıkarırım
 Uzun vadeli yatırım vizyonuna sahibim; yatırımda değişiklik yapmam.
 Endişelenirim; ancak durum değerlendirmesi yaparım; yatırımlarımı hemen elden çıkarmam.
 Diğer(Belirtiniz: _____)

28. Bir A hisse senedinin 1 ay önceki alış fiyatının 50 YTL olduğunu; bugün ise 40 YTL'den satıldığı varsayalım. 1 ay sonra, söz konusu hissenin fiyatının 10 YTL daha artıp 50YTL'ye satılma olasılığının olabildiği gibi; 10 YTL daha düşerek 30 YTL'ye satılma olasılığı varsa, yarı yarıya şanssızın olduğu bu durumda seçiminiz ne olurdu?

- Hepsini satarım.
 Beklerim.
 Bir kısmını satarım.
 Bir kısmını satar başka bir hisse senedi alırım.
 Aynı hisse senedinden bir miktar daha alırım.

29. Aynı hisse senedinin son 2 yılda piyasa ortalamasının üzerinde değer kazandığını ve geleceğinin parlak göründüğünü varsayalım. Bu bilgiye biçeceğiniz değer ne olurdu?

- Hisse senedi satın alınmaya değer.
 Verilen bilgi hisse senedini satın almak için yeterli değil.
 Hisse senedi satın alınmaya değer.
 Diğer(Belirtiniz: _____)

30. Aşağıdaki yargılardan size uygun olanlarını işaretleyiniz!

	Kesinlikle katılıyorum	Katılıyorum	Kararsızım	Katılmıyorum	Kesinlikle katılmıyorum
Kamuoyunda tanınan şirket iyidir	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Birkaç yıl içinde İMKB kesinlikle tekrar eski düzeyine döner.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Düşüş/yükseliş dönemlerinde hisse senedi alma ve bunları elinde tutma olanağı olan uzun vadeli yatırımcı için en uygun yatırım aracı, borsadır.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Hisse senedinin fiyatı düşmüşse bu kayıp sadece geçici bir durumdur, hisse yeniden değer kazanacaktır. Hisse senedi fiyatının en azından satın aldığım fiyata gelmesini beklerim.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

32. Gazetelerin ekonomi sayfalarında yayınlanan en çok kazandıranlar ve en çok kaybettirenler listesini, hisse senedi alm satımlarınızda göz önünde bulundurur musunuz?

- Her zaman
 Genellikle
 Bazen
 Nadiren
 Hiçbir zaman

33. A ve B hisse senetlerinden oluşan 2 hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve C hissesine yatırım yapmayı düşündüğünüzü, ancak nakitiniz olmadığından C hisse senedini alabilmek için A ve B hisse senetlerinden birini satmak zorunda olduğunuzu varsayalım. A hisse senetlerinin %20 getiri sağladığı, B hisse senetlerinin %20 kaybettirdiği bir durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?

- A (%20 kazandıran)
 B (%20 kaybettiren)

EK2: FAKTÖR ANALİZİ SONUÇLARI

Tablo 1: Correlation Matrix

Correlation Matrix																							
	S19_1	S19_2	S19_3	S19_4	S19_5	S19_6	S19_7	S19_8	S19_9	S19_10	S19_11	S25_2	S25_3	S25_4	S25_5	S25_6	S25_7	S25_8	S25_9	S25_10	S25_11	S25_12	S25_13
S19_1	1	-0,028	0,041	-0,032	0,074	0,092	-0,017	0,047	0,134	0,077	0,112	0,13	0,165	0,076	0,123	0,169	0,049	0,102	0,004	0,161	0,163	0,103	0,065
S19_2	-0,028	1	0,255	-0,013	0,221	0,187	0,24	0,028	-0,009	0,187	0,028	0,065	-0,055	0,282	0,058	0,023	-0,07	0,031	0,164	0,146	0,164	0,135	0,067
S19_3	0,041	0,255	1	0,194	0,163	0,049	0,152	0,108	0,388	0,12	0,095	0,124	0,19	0,174	0,042	0,154	0,087	0,094	0,124	-0,002	0,03	0,163	0,072
S19_4	-0,032	-0,013	0,194	1	0,304	0,201	0,187	0,306	0,413	0,113	0,051	0,085	0,298	-0,052	0,345	-0,053	0,242	0,069	-0,089	-0,01	-0,073	0,122	-0,044
S19_5	0,074	0,187	0,163	0,304	1	0,35	0,413	0,335	0,223	0,259	0,117	0,136	0,138	0,32	0,316	0,234	0,22	0,235	0,079	0,245	0,062	0,145	-0,039
S19_6	0,092	0,24	0,049	0,201	0,35	1	0,497	0,224	0,09	0,073	0,165	0,126	0,147	0,08	0,105	0,181	-0,002	0,169	0,146	0,157	0,139	0,161	-0,007
S19_7	-0,017	0,028	0,108	0,306	0,335	0,413	0,497	1	0,237	0,163	0,085	0,06	0,137	0,226	0,18	0,155	-0,019	0,157	0,199	0,23	0,202	0,136	0,067
S19_8	0,047	0,187	0,163	0,306	0,413	0,224	0,237	1	0,442	0,226	0,345	0,262	0,394	0,448	0,129	0,049	0,231	0,217	0,051	0,08	-0,057	-0,06	-0,013
S19_9	0,134	-0,009	0,12	0,113	0,259	0,073	0,055	0,226	0,442	1	0,074	0,132	0,068	0,299	0,371	-0,004	0,171	0,103	0,012	0,025	0,029	0,087	0,004
S19_10	0,077	0,187	0,095	0,051	0,117	0,165	0,06	0,345	0,226	0,414	1	0,414	0,14	0,046	0,235	0,297	0,265	0,222	0,124	0,22	0,307	0,114	0,21
S19_11	0,112	0,028	0,124	0,085	0,136	0,126	0,137	0,262	0,088	0,14	-0,076	1	0,449	0,328	0,038	0,158	0,184	0,077	0,042	-0,1	0,088	0,026	-0,018
S25_1	0,13	0,005	0,19	0,288	0,138	0,281	0,232	0,394	0,399	0,046	0,021	0,449	1	0,44	-0,119	0,164	0,089	0,174	0,123	0,045	0,068	0,043	0,116
S25_2	0,165	-0,056	0,174	0,202	0,218	0,147	0,226	0,448	0,371	0,235	0,151	0,328	0,44	1	0,082	0,373	0,2	0,129	0,247	0,094	0,258	0,106	-0,004
S25_3	0,076	0,282	0,042	-0,052	0,32	0,08	0,18	0,129	-0,004	0,38	0,382	0,098	-0,119	0,082	1	0,385	0,253	0,056	0,235	0,167	0,338	0,119	0,12
S25_4	0,123	0,059	0,154	0,345	0,316	0,105	0,101	0,214	0,187	0,297	0,237	0,158	0,164	0,373	0,385	1	0,38	0,232	0,32	0,03	0,301	0,112	0,063
S25_5	0,169	0,023	0,087	-0,053	0,234	0,181	0,155	0,049	-0,001	0,285	0,165	0,184	0,069	0,2	0,253	0,38	1	0,183	0,271	0,109	0,297	0,273	0,112
S25_6	0,049	-0,07	0,094	0,242	0,22	-0,002	-0,019	0,231	0,171	0,222	0,111	0,017	0,174	0,129	0,056	0,232	0,183	1	0,094	0,118	0,131	0,027	0,245
S25_7	0,102	0,031	0,124	0,069	0,235	0,169	0,157	0,217	0,103	0,124	0,184	0,042	0,123	0,247	0,235	0,32	0,271	0,094	1	0,056	0,292	0,081	0,004
S25_8	0,161	0,146	0,03	-0,01	0,245	0,157	0,23	0,08	0,025	0,307	0,134	0,068	0,059	0,299	0,338	0,301	0,297	0,131	0,292	0,303	1	0,388	0,11
S25_9	0,183	0,164	0,163	-0,073	0,082	0,139	0,202	-0,057	0,029	0,114	-0,017	0,026	0,043	0,106	0,119	0,112	0,273	0,027	0,061	0,385	0,388	1	0,33
S25_10	0,103	0,135	0,072	0,122	0,145	0,161	0,136	-0,06	0,087	0,21	0,006	-0,018	-0,004	0,12	0,083	0,112	0,245	0,004	0,432	0,11	0,33	1	0,008
S25_11	0,005	0,067	-0,138	-0,044	-0,008	-0,007	0,067	-0,013	0,004	0,174	0,245	-0,034	-0,188	0,128	0,188	0,041	0,1	-0,082	0,125	0,06	-0,047	0,044	0,008

Tablo 2: KMO and Bartlett's Test

KMO and Bartlett's Test	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	0,721
Bartlett's Test of Sphericity	2626,406
df	276
Sig.	0

Table 3. Anti-Image Matrices

	S19.1	S19.2	S19.3	S19.4	S19.5	S19.6	S19.7	S19.8	S19.9	S19.10	S19.11	S25.1	S25.2	S25.3	S25.4	S25.5	S25.6	S25.7	S25.8	S25.9	S25.10	S25.11	S25.12	S25.13
S19.1	0.866	0.048	-0.045	-0.020	0.096	-0.019	-0.048	0.075	-0.008	-0.039	-0.046	-0.030	-0.022	-0.058	-0.030	0.006	-0.042	-0.013	-0.034	0.080	-0.037	-0.080	-0.046	0.030
S19.2	0.048	0.884	-0.179	0.027	-0.088	-0.048	-0.037	0.051	-0.062	0.136	-0.106	-0.065	-0.013	0.096	-0.120	-0.014	0.061	0.063	0.059	-0.079	-0.062	-0.017	-0.029	-0.069
S19.3	-0.045	-0.179	0.706	-0.024	0.007	0.069	-0.057	0.019	-0.165	-0.091	-0.027	0.034	0.003	-0.027	0.033	-0.003	-0.016	-0.016	-0.093	0.052	0.104	-0.120	0.021	0.045
S19.4	-0.020	0.027	-0.024	0.891	-0.078	-0.068	0.047	-0.039	0.034	0.028	0.028	0.065	0.056	0.079	-0.202	0.128	-0.074	0.039	0.079	0.012	0.046	-0.054	-0.064	0.040
S19.5	0.096	-0.089	0.007	-0.078	0.599	-0.097	-0.136	-0.079	-0.018	-0.085	0.086	0.003	0.059	-0.018	-0.103	-0.039	-0.056	-0.081	-0.049	0.054	-0.011	-0.018	-0.027	0.076
S19.6	-0.019	-0.048	-0.048	0.069	-0.068	-0.097	0.636	-0.024	0.048	0.024	-0.102	-0.006	-0.069	0.019	0.069	0.035	-0.074	0.081	-0.051	-0.011	-0.003	-0.018	-0.056	0.036
S19.7	-0.048	-0.037	-0.057	-0.047	-0.136	-0.208	0.593	-0.036	0.011	0.067	0.052	0.011	-0.046	-0.030	-0.054	0.056	-0.022	0.074	0.021	-0.064	-0.057	-0.023	0.007	-0.086
S19.8	0.075	0.051	0.019	-0.034	-0.079	-0.024	-0.039	0.492	-0.143	-0.021	-0.164	-0.103	-0.058	-0.099	-0.024	0.043	0.061	-0.080	-0.073	-0.051	0.065	0.004	0.104	0.065
S19.9	-0.008	-0.062	-0.165	-0.145	-0.018	0.048	0.011	-0.143	0.894	0.042	0.004	0.089	0.044	-0.114	0.021	0.020	0.000	-0.002	0.025	0.023	-0.002	-0.001	-0.052	-0.040
S19.10	-0.039	0.136	-0.091	-0.039	-0.085	0.024	0.067	-0.021	0.042	0.593	-0.169	0.032	-0.023	-0.092	-0.013	-0.037	-0.030	0.074	-0.077	-0.107	0.037	-0.090	-0.087	-0.016
S19.11	-0.046	-0.108	-0.027	0.034	0.088	-0.102	0.652	-0.164	0.044	-0.169	0.572	0.151	-0.026	0.022	-0.118	-0.055	-0.037	-0.011	0.016	0.000	0.007	0.056	0.044	-0.116
S25.1	-0.030	-0.065	-0.034	0.028	0.003	-0.006	0.011	-0.103	0.086	-0.087	0.151	-0.063	-0.035	-0.017	-0.065	-0.017	-0.095	0.064	0.081	0.107	-0.017	0.015	0.004	-0.044
S25.2	-0.032	-0.013	0.003	-0.065	0.059	-0.069	-0.046	-0.058	-0.033	0.032	-0.026	-0.211	0.529	-0.137	0.074	0.011	0.013	-0.055	-0.053	-0.023	0.038	0.002	-0.062	-0.143
S25.3	-0.059	0.096	-0.027	0.056	-0.018	0.019	-0.030	-0.099	-0.114	-0.023	0.022	-0.063	-0.137	0.523	0.038	-0.127	0.002	0.034	-0.011	-0.042	-0.091	0.004	0.046	-0.141
S25.4	-0.030	-0.120	0.033	0.079	-0.103	0.069	-0.054	-0.024	0.021	-0.092	-0.118	-0.035	0.074	0.038	0.897	-0.034	-0.014	0.034	-0.057	0.004	-0.084	0.029	-0.051	-0.042
S25.5	0.006	-0.014	-0.003	-0.202	-0.039	0.035	0.656	0.043	0.020	-0.013	-0.055	-0.017	0.011	-0.127	-0.093	0.569	-0.158	-0.086	-0.097	0.020	-0.042	-0.018	0.022	0.043
S25.6	-0.042	0.061	-0.018	0.128	-0.056	-0.074	-0.022	0.061	0.000	-0.037	-0.037	-0.095	0.013	0.002	-0.014	-0.158	0.665	-0.106	-0.078	0.020	-0.016	-0.108	0.006	-0.038
S25.7	-0.013	0.063	-0.016	-0.074	-0.081	0.074	-0.080	-0.002	-0.030	-0.001	0.064	-0.066	0.034	0.034	0.034	-0.036	-0.106	-0.106	0.749	0.014	-0.030	-0.054	0.053	-0.143
S25.8	-0.034	0.059	-0.093	0.039	-0.049	-0.051	0.021	-0.073	0.025	0.074	0.016	0.061	-0.053	-0.137	-0.057	-0.097	-0.078	0.014	0.751	0.011	-0.134	0.050	0.005	-0.125
S25.9	0.080	-0.079	0.052	0.079	0.054	-0.011	-0.064	-0.051	0.023	-0.077	0.000	0.107	-0.023	-0.042	0.004	0.020	0.020	-0.030	0.011	0.627	-0.087	-0.128	-0.213	-0.003
S25.10	-0.037	-0.062	0.04	0.012	-0.011	-0.003	-0.057	0.653	-0.002	-0.107	0.007	-0.017	0.368	-0.091	-0.084	-0.042	-0.016	-0.054	-0.134	-0.087	-0.054	-0.178	0.089	0.155
S25.11	-0.080	-0.017	-0.120	0.046	0.018	-0.018	-0.023	0.004	-0.001	0.037	0.056	0.015	0.002	0.004	0.029	-0.018	-0.108	0.653	0.050	-0.129	-0.089	-0.130	0.641	-0.064
S25.12	-0.046	-0.029	0.021	-0.064	-0.027	-0.056	0.007	0.104	-0.052	-0.080	0.044	0.004	-0.062	0.046	-0.051	0.022	0.006	-0.143	0.005	-0.213	0.089	-0.130	0.641	0.003
S25.13	0.030	-0.069	0.165	-0.040	0.076	0.036	-0.086	0.065	-0.040	-0.087	-0.116	-0.044	0.145	-0.141	-0.042	0.043	-0.038	0.031	-0.125	-0.003	0.155	-0.064	0.003	0.730
S19.1	7.07(0)	0.862	-0.059	-0.028	0.137	-0.025	-0.067	0.114	-0.072	-0.056	-0.066	-0.040	-0.048	-0.086	-0.042	0.009	-0.055	-0.017	-0.042	0.108	-0.052	-0.108	-0.062	0.038
S19.5	-0.025	-0.072	0.102	-0.111	-0.162	7.44(0)	-0.338	-0.043	0.078	0.039	-0.169	-0.010	-0.119	0.033	0.113	0.78(0)	-0.059	-0.113	0.118	-0.074	-0.017	-0.004	-0.028	-0.068
S19.6	-0.067	-0.057	-0.068	-0.079	-0.235	-0.338	7.70(0)	-0.073	0.018	0.114	0.090	0.017	-0.083	-0.054	-0.092	0.066	-0.034	0.110	0.032	-0.105	-0.097	-0.037	0.012	-0.130
S19.8	0.114	0.887	0.032	-0.064	-0.149	-0.043	-0.073	7.55(0)	-0.265	-0.038	-0.308	-0.183	-0.113	-0.195	-0.044	0.081	0.107	-0.149	-0.120	-0.092	0.088	0.008	0.186	0.108
S19.9	-0.012	-0.066	-0.254	-0.246	-0.031	0.078	0.016	-0.263	7.59(0)	0.072	0.008	0.145	-0.059	-0.205	0.036	0.035	0.001	-0.004	0.038	0.037	-0.003	-0.002	-0.084	-0.061
S19.10	-0.056	0.214	-0.141	-0.067	-0.147	0.039	0.114	-0.038	0.072	7.38(0)	-0.292	-0.142	0.057	-0.042	-0.157	-0.023	-0.059	-0.045	0.112	-0.127	-0.183	0.061	-0.148	-0.134
S19.11	-0.066	-0.172	-0.042	0.059	0.154	-0.169	0.090	-0.309	0.006	-0.292	6.98(0)	0.248	-0.048	0.040	-0.203	-0.096	-0.061	-0.017	0.024	0.001	0.103	0.093	0.073	-0.180
S25.1	-0.040	-0.097	-0.051	0.045	0.004	-0.010	0.017	-0.183	0.145	-0.142	0.248	6.08(0)	-0.361	-0.108	-0.056	-0.028	-0.144	0.092	0.116	0.168	-0.028	0.024	0.006	-0.064
S25.2	-0.048	-0.022	0.005	-0.117	0.108	-0.119	-0.083	-0.113	-0.059	0.057	-0.046	-0.361	7.43(0)	-0.259	0.133	0.000	0.022	-0.089	-0.084	-0.040	0.065	0.004	-0.107	0.233
S25.3	-0.086	0.159	-0.044	0.100	-0.032	0.033	-0.054	-0.195	-0.205	-0.042	0.040	-0.108	-0.259	7.62(0)	0.068	-0.233	0.004	0.054	-0.017	-0.074	-0.165	0.007	0.079	-0.228
S25.4	-0.042	-0.169	0.051	0.135	-0.178	0.113	-0.092	-0.044	0.036	-0.157	-0.203	-0.056	0.133	0.068	7.80(0)	-0.162	-0.022	0.054	-0.086	0.006	-0.143	0.048	-0.084	-0.065
S25.5	0.009	-0.022	-0.004	-0.348	-0.068	0.059	0.096	0.081	0.035	-0.023	-0.096	0.028	0.000	-0.233	-0.122	7.78(0)	-0.257	-0.056	-0.149	0.034	-0.073	-0.030	0.037	0.067
S25.6	-0.055	0.069	-0.027	0.206	-0.092	-0.113	0.034	0.107	0.001	-0.059	-0.061	-0.144	0.022	0.004	-0.062	-0.257	7.71(0)	-0.150	-0.111	0.030	-0.025	-0.165	0.010	-0.055
S25.7	-0.017	0.888	-0.022	-0.111	-0.124	0.118	0.110	-0.149	-0.004	-0.045	-0.017	0.092	-0.088	0.054	0.051	-0.056	-0.150	7.71(0)	0.019	-0.044	-0.081	0.076	-0.206	0.042
S25.8	-0.042	0.882	-0.128	0.059	-0.075	-0.074	0.032	-0.120	0.038	0.112	0.024	-0.116	-0.084	-0.017	-0.066	-0.149	-0.101	0.019	7.63(0)	0.017	-0.202	0.072	0.007	-0.169
S25.9	0.108	-0.120	0.078	0.130	0.090	-0.017	-0.105	-0.092	0.037	-0.127	0.001	0.168	-0.040	-0.074	0.006	0.034	0.030	-0.044	0.017	6.99(0)	-0.143	-0.203	-0.336	-0.004
S25.10	-0.052	-0.098	0.162	0.021	-0.019	-0.004	-0.037	0.098	-0.003	-0.183	0.013	-0.028	0.065	-0.165	-0.043	-0.073	-0.025	-0.143	-0.202	-0.143	0.731(0)	-0.290	0.145	0.238
S25.11	-0.08	-0.026	-0.178	0.074	0.030	-0.028	-0.037	0.006	-0.002	0.061	0.053	0.024	0.004	0.007	0.048	-0.030	-0.165	0.076	0.072	-0.203	-0.290	7.15(0)	-0.204	-0.094
S25.12	-0.062	-0.044	0.031	-0.105	-0.044	-0.088	0.012	0.186	-0.084	-0.148	0.073	0.006	-0.107	0.079	-0.064	0.037	0.010	-						

Tablo 4: Communalities

Communalities		
	Initial	Extraction
S19_1	0,134	0,106
S19_2	0,306	0,464
S19_3	0,292	0,389
S19_4	0,409	0,452
S19_5	0,432	0,538
S19_6	0,364	0,435
S19_7	0,407	0,561
S19_8	0,508	0,57
S19_9	0,406	0,56
S19_10	0,417	0,486
S19_11	0,428	0,516
S25_1	0,355	0,68
S25_2	0,471	0,561
S25_3	0,477	0,59
S25_4	0,413	0,528
S25_5	0,431	0,509
S25_6	0,335	0,363
S25_7	0,251	0,334
S25_8	0,249	0,263
S25_9	0,373	0,512
S25_10	0,416	0,407
S25_11	0,359	0,514
S25_12	0,359	0,503
S25_13	0,27	0,162
Extraction Method: Principal Axis Factoring.		

Tablo 5: Total Variance Explained

Total Variance Explained							
Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings(a)
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total
1	4,544	18,932	18,932	4,036	16,819	16,819	2,277
2	2,408	10,032	28,963	1,913	7,972	24,79	2,659
3	1,79	7,459	36,423	1,274	5,307	30,097	2,314
4	1,559	6,495	42,918	1,037	4,321	34,418	2,074
5	1,45	6,044	48,961	0,927	3,864	38,282	1,497
6	1,205	5,02	53,982	0,665	2,772	41,054	1,894
7	1,186	4,941	58,923	0,624	2,6	43,655	1,702
8	1,02	4,248	63,171	0,524	2,184	45,839	1,234
9	0,982	4,091	67,262				
10	0,893	3,722	70,984				
11	0,801	3,337	74,321				
12	0,726	3,026	77,347				
13	0,693	2,886	80,233				
14	0,653	2,72	82,953				
15	0,559	2,329	85,282				
16	0,522	2,174	87,456				
17	0,484	2,015	89,472				
18	0,451	1,879	91,35				
19	0,437	1,822	93,173				
20	0,39	1,625	94,797				
21	0,352	1,468	96,265				
22	0,319	1,329	97,594				
23	0,306	1,276	98,87				
24	0,271	1,13	100				
Extraction Method: Principal Axis Factoring.							
a. When factors are correlated, sums of squared loadings cannot be added to obtain a total variance.							

Tablo 6: Factor Matrix(a)

Factor Matrix(a)								
	Factor							
	1	2	3	4	5	6	7	8
S19_5	0,579							
S25_3	0,579							
S25_5	0,557							
S19_8	0,553							
S19_7	0,491							
S19_10	0,481							
S25_10	0,463							
S19_9								
S19_6								
S25_6								
S25_8								
S25_2		-0,478						
S25_4								
S25_9								
S25_11								
S19_4								
S19_11								
S25_13								
S25_1								
S19_2								
S19_1								
S25_7								
S25_12								
S19_3								

Extraction Method: Principal Axis Factoring.
a Attempted to extract 8 factors. More than 45 iterations required. (Convergence=1,953E-03). Extraction was terminated.

Tablo 7: Pattern Matrix

Pattern Matrix(a)								
	Factor							
	1	2	3	4	5	6	7	8
S19_9	0,727							
S25_3	0,553							
S19_8	0,547							
S25_2								
S25_5		0,557						
S25_6		0,552						
S25_10		0,541						
S25_8								
S19_1								
S19_7			0,715					
S19_6			0,666					
S19_5			0,469					
S19_11				0,748				
S25_4				0,502				
S19_10				0,493				
S25_13								
S25_9					0,68			
S25_12					0,667			
S25_11					0,453			
S25_7						0,586		
S19_4						0,506		
S25_1							0,853	
S19_2								0,629
S19_3								0,55
Extraction Method: Principal Axis Factoring.								
Rotation Method: Promax with Kaiser Normalization.								
a Rotation converged in 17 iterations.								

Tablo 8: Structure Matrix

Structure Matrix								
	Factor							
	1	2	3	4	5	6	7	8
S19_9	0,647							
S25_3	0,641	0,456						
S19_8	0,625							
S25_2	0,606						0,59	
S25_10		0,607						
S25_5		0,585				0,486		
S25_6		0,582						
S25_8								
S19_1								
S19_7			0,721					
S19_6			0,647					
S19_5			0,614			0,537		
S19_11				0,686				
S25_4				0,636				
S19_10				0,588				
S25_13								
S25_9					0,673			
S25_12					0,608			
S25_11		0,465			0,59			
S19_4						0,541		
S25_7						0,5		
S25_1							0,806	
S19_2								0,621
S19_3								0,46
Extraction Method: Principal Axis Factoring.								
Rotation Method: Promax with Kaiser Normalization.								

Tablo 9: Factor Correlation Matrix

Factor Correlation Matrix								
Factor	1	2	3	4	5	6	7	8
1	1	0,147	0,250	-0,010	-0,055	0,226	0,393	-0,087
2	0,147	1	0,313	0,403	0,254	0,234	0,284	0,209
3	0,250	0,313	1	0,280	0,090	0,300	0,242	0,306
4	-0,010	0,403	0,280	1	0,016	0,346	0,087	0,161
5	-0,055	0,254	0,090	0,016	1	-0,117	0,055	0,128
6	0,226	0,234	0,300	0,346	-0,117	1	0,200	0,269
7	0,393	0,284	0,242	0,087	0,055	0,200	1	-0,121
8	-0,087	0,209	0,306	0,161	0,128	0,269	-0,121	1
Extraction Method: Principal Axis Factoring.								
Rotation Method: Promax with Kaiser Normalization.								

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Kitaplar

Aronson, **The Social Animal**, Six Edition, New York: W.H. Freeman and Company, 1992

Barberis, Nicholas ve Richard Thaler, **A Survey of Behavioral Finance**, Handbook of the Economics of Finance, Edition 1, Volume 1, Chapter 18, ss. 1053-1128

Bildik, Recep, **Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma**, İstanbul Menkul Kıymet Borsası Yayınları, İstanbul, 2000

Döm, Serpil, **Yatırımcı Psikolojisi**, 1.Baskı, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003

Erdinç, Yaşar, **Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor**, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2004

Fettahoğlu, Abdurrahman, **Menkul Değerler Yönetimi**, İstanbul: Çizgi Kitabevi, 2003

Glaser, Markus, Markus Nöth ve Martin Weber, **Behavioral Finance**, Handbook Of Judgment And Decision Making, D.J. Koehler, N. Harvey, eds., Blackwell Publishers, 2004, ss. 527-546.

Grajam, Benjamin, **Akıllı Yatırımcı: Bir Pratik Öneriler Kitabı**, çev.Ali Perşembe, İstanbul: Scala Yayıncılık, 1999

Hagstrom, Robert G. Jr., **Buffet Tarzı**, çev. Ali Perşembe, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2000

Hammond, John, Ralph N.Keeney ve Howard Raiffa, **Karar Verme Sanatı**, çev. Şebnem Özkan, İstanbul: Beyaz Yayınları, 1998

Kahneman, Daniel, ve Amos Tversky, **Choice, Values and Frames**, Cambridge University Press, 2000

Kahneman, Daniel and A.Tversky, **Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases**, USA:Cambridge University Press, 1982

Kıyılar, M., Etkin **Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1997

Shrefin, H. and M.Statman, **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing**, US:Oxford University Press, 2000

Thaler, Richard H., **Advances in Behavioral Finance**, Princeton University Press, New York: Russell Sage Fundation, 1993

TSPAKB, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisanslama Sınavı Eğitim Klavuzu**, Yayın No:9, İstanbul:2003

Lynch, Peter ve Jhon Rotchild, **Borsada Tek Başına: Kendi Bilgilerinizi Kullanarak Borsada Para Kazanmanın Yolları**, çev. Şehnaz Tahir, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2000

Newstrom, John W., Keith Davis ve Tata McGraw, **Organizational Behavior**, Tenth Edition, Hill Publishing Company Limited, 1998

Nofsinger, J.R., **Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... and What to Do About It**, Published by FT Prentice Hall, 1st Edition, 2001

Perşembe, Ali, **Teknik Analiz Mi Dedin? Hadi Canım Sende!**, İstanbul: Scala Yayıncılık, 1.Cilt, 1.Baskı , 2001

Özmen, T., **Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme**, SPK Yayınları , No 61, Ankara, 1997

Makale ve Çalışma Notları

Adler, David E., "A Behavioral Finance of Corporate Finance", **Comment-Briefs**, Strategy+Business Issue: 34, Spring 2004, ss. 4-5

Akerlof, George A., "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior", **American Economic Review**, Vol. 92, Issue 3, 2002, ss. 411-433

Aksoy, Hakan ve İsmail Sağlam, "Sınıflayıcı (Classifier) Sistem İle İMKB de Yeni Bir Anomali Gözlemi", Teksir: Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü, 2001

(<http://www.econ.boun.edu.tr/papers/pdf/wp-01-15.pdf>)

Ayhan, İnci, Ferhat Yarar, "Batıl İnançların Psikolojisi", **Pivolka**, Yıl:4, Sayı:17, 04-06/2005, ss. 15-19

Barber, Brad and Terrance Odean , "The Courage of Misguided Convictions: The Trading Behavior of Individual Investors", **Financial Analyst Journal**, Vol.55, Issue 6, 1999, ss. 41-55

Barber, Brad and Terrance Odean, "The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", **The Journal of Finance**, Vol.55, No.2, April 2000, ss. 773-806.

Barber, Brad and Terrance Odean, "Too Many Cooks Spoil the Profits: The Performance of Investment Clubs", **Financial Analyst Journal**, January/February 2000, ss.17-25

Barber, Brad and T.Odeon, "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", **Quarterly Journal of Economics**, February 2001, Vol. 116, No. 1, ss. 261-292

Barber, Brad, "The Internet and the Investor", **The Journal of Economic Perspectives**, Winter 2001, Vol. 15, No. 1, ss.41-54.

Barber, Brad, "Online Investors: Do the Slow Die First?", **Review of Financial Studies**, March 2002, Vol. 15, No. 2, ss. 455-488.

Barber, Brad and Michal Strahilevitz, "Once Burned, Twice Shy: Naive Learning, Counterfactuals, and the Repurchase of Stocks Previously Sold", Working Papers, University of California at Berkeley, March 2004
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Repurchases/BarberOdeanStrahilevitz.pdf>)

Barber, Brad, "Are Individual Investors Tax Savvy? Evidence from Retail and Discount Brokerage Accounts", **Journal of Public Economics**, Vol. 88, No.1-2, January 2004, ss. 419-442.

Barber, Brad and Chip Heath, "Good Rationales Sell: Reason-Based Choice Among Group and Individual Investors in the Stock Market", **Management Science**, Vol. 49, No. 12, 2003, ss.1636-1652.

Barber, Brad, Yi-Tsung Lee and Yu-Jane Liu, "Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan", Working Papers, University of California at Berkeley, May 2004
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Day%20Traders/Day%20Trade%20040330.pdf>)

Barber, Brad M., Soeren Hvidkjaer, Terrance Odean, Ning Zhu, "A Comparison of the Results in Barber, Odean, and Zhu and Hvidkjaer", Working Papers, University of California at Berkeley, September 2006
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/reconciliation.pdf>)

Barber, Brad, Terrance Odean, Yi-Tsung Lee and Yu-Jane Liu, "Just How Much Do Investors Lose from Trade?", Working Papers, University of California at Berkeley, October 2006
(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Taiwan%20Performance/Just%20How%20Much%20Do%20Investors%20Lose.pdf>)

Barber, Brad and Lu Zheng , “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows”, **Journal of Business**, Vol.78, November 2005, ss. 2095-2120

Baker, Malcolm, Joshua Coval, Jeremy Stein, “Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance”, **Journal of Financial Economics**, Volume 84, Issue 2, May 2007, ss. 266-298

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer and Robert Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 49, February 1997, ss. 307-343

Barberis, Nicholas ve Andrei Shleifer, “Style Investing”, **Journal of Financial Economics**, Vol.68, November 2003, ss. 161-199

Barberis, Nicholas ve Ming Huang, “Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns”, **Journal of Finance**, 2001, vol. 56, issue 4, August 2001, ss.1247-1292

Barberis, Nicholas, Ming Huang ve Tano Santos, “Prospect Theory and Asset Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.66, Issue 1, February 2001, ss. 1-51

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer ve Jeffrey Wurgler, “Covoment”, **Journal of Financial Economics**, Vol.75, February 2005, ss. 283–317

Benartzi, Shlomo and Richard Thaler, “Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior”, **Journal of Economic Perspectives**, Forthcoming, Vol.21, Issue:3, ss. 81-104

Brown, Stephan, “Behavioral Considerations in Risk Analysis”, **CFA Magazine**, Sept.-Oct. 2003, ss. 50-51

Boran, Afa, “Duygusal Yatırımcıysanız Bu İşi Bir Profesyonele Bırakın”, **Capital**, Makale: Mayıs 2005

(http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=2708)

Browne, Christopher H., "Value Investing and Behavioral Finance", Working Paper, Columbia Business School, 2000

(http://www.tweedy.com/library_docs/papers/ColumbiaSpeech2000.pdf)

Cahit, Neriman, "Basit birer dinlenceye dönüştü artık bayramlar...", **Yeni Düzen Gazetesi**, Makale: 06 Şubat 2004

(<http://www.yeniduzengazetesi.com/printa.php?col=6&art=612>)

Canbaş, Serpil ve Serkan Yılmaz Kandır, "Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi", (Teksir: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005)

(<http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCIDUYARLILIGININ.pdf>)

Cao, H. Henry, Han, Bing, Hirshleifer, David A. and Zhang, Harold H., "Fear of the Unknown: Familiarity and Economic Decisions", MPRA Paper from University Library of Munich, April 2007

(http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6512/1/MPRA_paper_6512.pdf)

Clark, John Maurice, "Economics and Modern Psychology", **Journal of Political Economy**, Vol.26, February 1918, s. 136

Clementi, Gian Luca, Rui Castro, Glenn MacDonald, "Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.119, Issue: 3, August 2004, ss. 1131-1175

Coşkun, Saime, "Hissenizi Korumaya Alın", **Radikal**, Makale: Ocak 2000, : (<http://www.radikal.com.tr/2000/01/25/ekonomi/his.shtml>)

Çakır, Arzu, "Borsada Psikologlar Ekonomistleri Solladı", **Hürriyet**, 2006

Çinko, Murat, "Etkin Piyasa Hipotezi: İMKB'de Haftanın Günü Etkisi ve Tatil Anomalisi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Sayı:9, 2008

Çondur, Funda ve Umut Evlimoğlu, "İMKB'nin İşlevselliğini Arttırmaya Yönelik Alternatif Politika Önerileri", (Teksir: Adnan Menderes Üniversitesi, 2007)

Daniel, Kent D., Hirshleifer, David A. and Teoh, Siew Hong, "Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications", **Journal of Monetary Economics**, Vol.49, Issue: 1, January 2002, ss. 139-209.

De Bondt, Werner F.M, ve Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", **Journal of Finance**, Vol. 40, Issue:3, July 1985, ss. 793-805

Doğukanlı, Hatice, Yıldırım Beyazıt Önal, **Banka ve Para Teknolojileri Dergisi**, Hisse Senedi Yatırımcıları İle İlgili Bir Araştırma, Sayı.13-14-15
(<http://www.gelisim.com.tr/bankatek/sayi13/hisse.htm>)
(<http://www.gelisim.com.tr/bankatek/sayi14/hissesen.htm>)
(<http://www.gelisim.com.tr/bankatek/sayi15/hisseya.htm>)

Dupond, Deb, "Wake Up Call", **Impact Magazine**, Cover Story, Vol:8

Düzakın, Hatice Gereklioğlu, "Türkiye'de Pay Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi", (Teksir: Çukurova Üniversitesi, 1998)

Erdinç, Yaşar, "İşte Olay Budur", **Akşam Gazetesi**, 20 Nisan 2006
(<http://www.aksam.com.tr/yazar.asp?a=36842,10,24>)

Espahbodi, R., A.Dugar and H.Tehrani, "Further Evidence on Optimisim in Analyst: Forecasts", **Review of Financial Economics**, Vol. 10, 2001, ss.1-21

Fama, Eugene F., "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", **Journal of Financial Economics**, Elsevier, vol. 49, September 1998, ss. 283-306

Fama, E., "Efficient Capital Markets II", **Journal of Finance**, 1991, vol.46, Issue.5, December 1991, ss.1575-1617

Gervais, Simon and Terrance Odean, "Learning to be Overconfident", **Review of Financial Studies**, Spring 2001, Vol. 14, No. 1, ss.1-27.

Gervais, Simon and J. B. Heaton, "Capital Budgeting in the Presence of Managerial Overconfidence and Optimism", Working Papers, University of California at Berkeley, July 2003

Gervais, Simon and J. B. Heaton, "Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options", Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02, July 2003

(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Managers/GervaisHeatonOdean0703.pdf>)

Griffin, John M., Harris, Jeffrey H. and Topaloglu, Selim, "Who Drove and Burst the Tech Bubble?", International Center for Finance at Yale School of Management, Research Paper Series, August 2005

Grinblatt, Mark and Bing Han, "Prospect Theory, Mental Accounting, and Momentum", **Journal of Financial Economics**, Volume 78, Issue 2, November 2005, ss. 311-339

Goetzmann, William N., Massa, Massimo and Rouwenhorst, K. Geert, "Behavioral Factors in Mutual Fund Flows", Yale ICF Working Paper No. 00-14, December 1999

Goetzmann, William N. and Dhar, Ravi, "Bubble Investors: What Were They Thinking?", Yale ICF Working Paper No. 06-22, August 2006

Hirshleifer, David A. and Welch, Ivo, "An Economic Approach to the Psychology of Change: Amnesia, Inertia, and Impulsiveness", Yale ICF Working Paper, No. 00-47, June 2001

(http://icf.som.yale.edu/working_papers/papers/1999/Hirshleifer05A.pdf)

"En Akıllı Benim Deyip Para Kaybetmeyin", **Hürriyet**, Baş Makale: 09 Ocak 2001

(<http://webarsiv.hurriyet.com.tr/2003/01/09/232342.asp>)

Johnsson, Malena, Henrik Lindblom ve Peter Platan, "Behavioral Finance- And the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble at the End of the 1990s", (Master Thesis, School of Economics and Management, Lund University, 2002),

Kahneman, Daniel, J.L. Knetsch ve J.A. Kimanau, "Fairness and the Assumptions of Economics", **Journal of Bussiness**, vol. 59, issue 4, October 1986, Sayı: 59, ss. 285-300

Kesken, Jülide, Kurumsal İmaj ve Ekonomik Performans İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İçin Bir Analiz, (Teksir: Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002),
(<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P297.pdf>)

Kirchler, Erich, Boris Maciejovsky ve Martin Weber, "Framing Effects, Selective Information and Market Behavior- An Experimental Analysis", Working Paper, University of Vienna, 2004

Knetsch, J.L.,ve J.A.Sinden, "Willingness to Pay and Compensation Demanded: Experimental Evidence of an Unexpected Disparity in Measures of Value", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.99, Issue: 3, August 1984, ss. 507-521

Lakonishok, Josef, Seymour Smidt, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", **Review of Financial Studies**, Vol.1, Issue: 4, 1988, ss. 403-425

Leece, David, "Behavioral Finance and Urban Sustainability", Working Paper, University of Keele, 2002

Lo, Andrew W., Dmitry V. Repin ve Brett N. Steenbarger, "Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day-Traders", **American Economic Review**, Vol.95, Issue: 2, May 2005, ss. 352-359

Long, J. Bradford De, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J.Waldmann, "Noise Trader Risk in Financial Markets", **Journal of Political Economy**, Vol:98, No:41, August 1990, ss. 703-738

Marsh, Terry A. and Robert C. Merton, "Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market.", **Journal of Business**, Vol.60, Issue: 1, January 1987, ss.1-40

Mavituna, Burçin, "Piyasa Psikolojisi", Makale: İstanbul 2000,
(<http://www.ntvmsnbc.com/news/72692.asp>)

Mevins, Dan, "Goals-based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance", **The Journal of Wealth Management**, Vol.6, No:4, Spring 2004

Odean, Terrance, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", Working Papers, University of California at Berkeley, December 1997

Odean, Terrance, "Do Investors Trade Too Much?", **American Economic Review**, Vol. 89, Issue: 5, December 1999, ss. 1279-1298

Okay, N.Can, "Yatırım Danışmanlığı ve Finans Sektörü", **Pivolka**, No:13

Örerler, Ersin Okay ve Dicle Taşpınar, Türk Yatırımcısının Risk Tercihi, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Şubat 2006, s.82

Özen, Aysun, "Yürekten Bağlılık: Nereye Kadar?", **Pivolka**, Sayı:14

Özkaya, Murat, "Borsanın Klasik İki Kahramanı: Ayı ve Boğa", Makale: **Borsa Gündem**, 2006
(<http://www.borsagundem.com/html/haberdetay.asp?id=5077>)

Pamir, Can, "Ayılar, Boğalar ve Kontratlar", **Bursa Hakimiyet Gazetesi**, Makale:<http://www.bursahakimiyet.com.tr/in.php?is=haber&sec=makale&im=17604&id=51621>

Pareto, C., "What Motivates Investors", 2001
(<http://www.cathypareto.com/ArticleWhatMotivatesInvestors.html>)

Perşembe, Ali, "Hisse Senedi Almak", **Dünya Gazetesi**, Makale: Ağustos 2006

(www.persembe.com/futures/raporlar/makale2.html)

Rabin, M., "Psychology and Economics", **Journal of Economic Literature**, Vol.36, Issue:1, March 1998, ss. 11-46.

Ritter, Joy R., "Behavioral Finance", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.11, No. 4, September 2003, pp. 429-437.

Rozeff, M., and W. Kinney, "Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns." **Journal of Financial Economics**, Vol. 3., No. 4, October 1976, ss.379-402

Rubinstein, "Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case", Research Program in Finance Working Papers. Paper RPF-294, June 2000

Schaede, Ulrike, "Black Monday in New York, Blue Tuesday in Tokyo: The October 1987 Crash in Japan.", Research Program in Finance at the Walter A.Haas School of Business, University of California, Berkeley, Working Paper No: 203, December 1990

Shiller, Robert J., "Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 853, November 1987

Shiller, Robert J., "Conversation, Information, and Herd Behavior", Cowles Foundation For Research In Economics At Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1092, May 1995

Shiller, Robert J., "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System", Cowles Foundation Discussion Papers No:1172, Yale University, Jan 1998

(<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d111b/d1172.pdf>)

Shiller, Robert J., "Behavioral Economics and Institutional Innovation", Cowles Foundation Discussion Paper No:1499, Yale University, Jan 2005 (<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d14b/d1499.pdf>)

Shiller, Robert J., "From Efficient Market Theory to Behavioral Finance", Cowles Foundation Discussion Paper No.1385, Yale University, October 2002 (<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d13b/d1385.pdf>)

Shiller, Robert J., "The Life-Cycle Personal Accounts Proposal for Social Security: An Evaluation", Cowles Foundation Discussion Paper No: 1504, Yale University, Apr 2005 (<http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/ShillerPersonalAccounts.pdf>)

Shleifer, Andrei and Lawrence H. Summers, "The Noise Trader Approach to Finance", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 4, Issue:2, Spring 1990, ss.19-33

Shefrin, Hersh and Meir Statman, "Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products", **Financial Management**, 1993, Vol.22, Issue:2, Summer 1993

Shefrin, Hersh and Meir Statman, "Behavioral Portfolio Theory", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol:35, No:2, June 2000, ss.127-151

Stangle, Bruce, "Market Efficiency Versus Behavioral Finance", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol:17, No:3, A Morgan Stanley Publication, Summer 2005, ss.124-134

Statman, Meir and David Caldwell, "Applying Behavioral Finance to Capital budgeting: Project Terminations", **Financial Management**, Vol.16, No:4, Winter 1987, ss. 7-15

Statman, Meir, "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements", **Financial Analysts Journal**, November/December 1999, ss.18-27

Statman, Meir “Foreign Stocks in Behavioral Portfolios”, **Financial Analysts Journal**, March/April 1999, ss.12-16

Statman, Meir, “What do Investors Want?”, **Journal of Portfolio Management**, 30th Anniversary Issue, 2004, ss.153-161

Statman, Meir, “What Is Behavioral Finance?”, **The Monitor**, An Interview with Meir Statman: IMCA Interviews, May / June 2005, ss.1-6

Statman, Meir, “Martha Stewart's Lessons in Behavioral Finance” **Journal of Investment Consulting (IMCA)** , Volume 7, Number 2, Winter 2005, ss.1-9

Statman, Meir, “Normal Investors, Then and Now”, **Financial Analysts Journal**, CFA Institute: 2005. ss.1-7

Statman, Meir, “Mental Accounting Bias”, **The Monitor**, Behavioral Finance Collection: Cognitive Biases Series, The Investment Management Consultants Association (IMCA), 2006, ss:1-10

Taner, A. Tuna, Koray Kayalidere, “1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomal Araştırması”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:9, Sayı:1-2, Manisa: 2002, ss:1-24

Thaler, R.H. and E.J. Johnson, “Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice”, **Management Science**, No:35, 1990, ss.643-660

Toshino, Masahi ve Megumi Suto, “Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance”, Working Paper, Waseda University, 2004

(http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo5_2004/wnif04-005.pdf)

Ulucan, Aydın, “Portföy Yönetimi”, (Teksir: Hacettepe Üniversitesi, 2006)

Uppal, Mark, Rama, Bernard Dumas, Alexander Kurshev, “What Can Rational Investors Do About Excessive Volatility and Sentiment Fluctuations?”, CEPR Discussion Paper No:5367, December 2005
(http://www.hec.fr/hec/fr/professeurs_recherche/upload/seminaires/Dumas05.pdf)

Usul, Hayrettin, İsmail Bekçi ve A.Hüsrev Eroğlu, “Bireysel Yatırımcıların Pay Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 19, Temmuz-Aralık 2002, ss.135-150

Usul, Hayrettin ve İsmail Bekçi, “Bireysel Yatırımcılar Açısından Finansal Bilgi Sisteminin Sermaye Piyasasında Etkinliğinin Ölçülmesi”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 2, Sayı: 1, ss.67-79

Uslu, Sami, “Borsa ve Sürü Davranışı”, **Zaman Gazetesi**, Ekim 2007, Makale: (<http://www.zaman.com.tr/yazar.do?yazino=607442>)

Üreten, Aykut, “Ayı tuzağı mı?..”, **Dünya Gazetesi**, Makale: Yatırımcı Notları Köşesi, <http://www.dunyagazetesi.com.tr/yazar.asp?authId=73>

Yalçın, Seda, “Menkul Kıymet Yatırımlarında Risk ve Getiri”, (Teksir: Yıldız Teknik Üniversitesi, 1998)

Yazgan, Yankı, “Saçmalamak İsabetli Kararlara Engel Değil: Kahneman Psikoloji Deneyleri ve Ekonomi Nobelî”, Makale: İstanbul 2005; (<http://denizce.com/sacmalamak.asp>)

Yaşargil, Hande, “Kahneman, Ortam ve Kaybetme Korkusu”, **Mentor Leadership Development**, 16 Mart 2005, (http://www.mentor-tr.com/altsayfa.asp?b_ID=4&altb_ID=9&hID=34)

Yazıcı, Bilgehan, “Borsaya Girmek, Borsada Kalmak, Borsadan Çıkmak... Zor Kararlar”, Makale: İstanbul 2002, (<http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021019.htm>)

Yazıcı, Bilgehan, "Havada Uçuşan Tüyolar", İstanbul:2002, Makale:
(<http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021026.htm>)

Yazıcı, Bilgehan, "Pay Senedi Markaları", İstanbul:2002, Makale:
(<http://www.bilgehanyazici.com/weekly/021106.htm>)

Yıldırım, Abdurrahman, "Borsanın Yatırımcı Sayısındaki Azalma Yarım Milyona Yaklaştı", **Sabah**, 10 Mayıs 2006

(<http://arsiv.sabah.com.tr/2006/05/10/yaz07-30-137.htm>)

Yıldırım, Abdurrahman, "Borsayı 9 Milyar Dolara Kaptırdık ya da Yabancı Kazandı Yerli Kaybetti", **Sabah**, 21 Ekim 2005

(<http://arsiv.sabah.com.tr/2005/10/21/yaz07-30-123.html>)

Wang, Penolope, "What Money Type Are You?", **Published in Money Magazine**, August 2005

(http://money.cnn.com/2005/07/07/pf/money_type_0508/index.htm)

Diğer Kaynaklar

Barber, Brad, "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", **Forthcoming in The Review of Financial Studies**, January 2005

Barberis, Nicholas, "Prospect Theory Applications in Finance" Guest lecture in Jeremy Stein's PhD Behavioral Finance course at Harvard, April 2007

Barberis, Nicholas, "Kahneman and Tversky meet finance: What have we learned?" Invited talk at the Behavioral Decision Research in Management (BDRM) conference, Los Angeles, June 2006

Balaban, Ercan, January Effect, Yes!, What About Mark Twain Effect?, Discussion Paper No: 9509, The Central Bank Of The Republic Of Turkey Research Department, May 1995

(<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/95/9509.pdf>)

Barber, Brad and Ning Zhu, "Systematic Noise", **San Diego Meetings, AFA** 2004

(<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Systematic%20Noise/Systematic%20Noise.pdf>)

Black, Fischer, "Noise", **Fourty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association**, New York, 1986

Bikhchandani, S. and S.Sharma, "Herd Behavior in Financial Markets", **IMF Staff Papers**, Vol. 47, Issue:3, 2001, s.1-32

Clure, Ben Mc., "Taking A Chance On Behavioral Finance", **Investopedia**, November 2002

(<http://www.investopedia.com/articles/02/112502.asp>)

Hanna, Julia, "Behavioral Finance-Benefiting from Irrational Investors", **Research & Ideas - Harvard Business School**, June 2007

(<http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/5648.pdf>)

Hanson, J.D. and D.A. Kysar, "Talking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation", **New York University Law Review**, 1999

Hirshleifer, David, "Investor Psychology and Asset Pricing", **American Finance Association Annual Meetings**, New Orleans, January, 2001

Hirshleifer, David A., Subrahmanyam, Avanidhar and Titman, Sheridan , "Feedback and the Success of Irrational Investors", **Seminar Participants at the Anderson Graduate School of Management**, September 2003

Kogan, Shimon, "Distinguishing Bounded Rationality from Overconfidence in Financial Markets--Theory and Experimental Results", **Berkeley Finance Seminar**, December 2004

SRI International, Investor Information Needs and the Annual Reports, s.30 (Aktarım: Fehmi Karasioğlu, "Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal

Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu”, Selçuk Üniversitesi, 2006)

TSPAKB, “Kobi Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor”, İstanbul: Temmuz 2003.

TSPAKB, “Yatırımcı Analizi Raporu”, 2005

TSPAKB, “Yatırımcı Analizi Raporu”, 2006

Daniel, Kent D., Hirshleifer, David A. and Subrahmanyam, Avanidhar, "Investor Psychology and Tests of Factor Pricing Models", **European Financial Management Association**, November 2005

Ergincan, Yakup, “Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle Merkezi Kayıt Sistemi Uygulamaları”, **2005 Geleneksel Finans Sempozyumu Tebliğleri**, İstanbul 2005

Kimanau, J.A., “A Thesis Presented to the faculty of the School of Advanced Airpower Studies for Completion of Graduation Requirements”, 1994

Odean, Terry, “Do Noise Traders Move Markets?”, **Berkeley Finance Seminars**, Spring 2006

Odean, Terry, “The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, **Berkeley Finance Seminar**, November 2002

İnternet Kaynakları

- http://analiz.ibsyazilim.com/genel/wall_street1.html
- http://geocities.com/tradeborsa/analiz/analiz_stratejivetaktik.html
- http://geocities.com/tradeborsa/analiz/makale2_trader.html
- <http://geocities.com/ohakano/kahin/yatirimcipsikolojisi.html>
- http://geocities.com/tradeborsa/psiko/psiko_trendpsikolojisi.html

- www.bilgilib.com/makale/psikoloji/teoriler/bilissel_celiski_teorisi_odev.html
- <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>
- <http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/anomali/04.html>
- http://www.finanzacomportamentale.it/files/nobel_kahneman.pdf
- http://tr.ebilgi.com/index.php?title=Daniel_Kahneman
- http://geocities.com/tradeborsa/analiz/makale2_trade.html
- http://geocities.com/tradeborsa/analiz/analiz_spekulatorunbasarisininsirlari.Html
- Forex Sözlüğü:
http://uzmanforex.com/resource/dict/display_dict.php?page=6&id=505&lang=tr

ÖZGEÇMİŞ

1981 İstanbul doğumluyum. İlköğrenimini Suadiye Turhan ve Mediha Tansel İlkokulu ve ortaöğrenimimi Suadiye Mustafa Mihriban Boysan Ortaokulu'nda tamamladım. Lise eğitimimi 1998 yılında Kadıköy Kız Lisesi'nde bitirerek; aynı yıl Kocaeli Üniversitesi İktisat Bölümü'ne başladım. Bir yıl İngilizce hazırlık programı ile birlikte 2003 yılında bu bölümden mezun oldum. Aynı yıl Kocaeli Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Yüksek Lisans Programı'na başladım. Çeşitli nedenler ile ara verdiğim Yüksek Lisansımı 2007 yılında tamamladım. Bu dönemde Sentim Bilişim Teknolojileri ve Gedik Yatırım Genel Müdürlük Pazarlama Departmanları'nda 1'er yıl çalıştım. 40'dan fazla sertifika programı ve eğitimlere katıldım. Yaklaşık 3 yıldır ise Finansbank A.Ş.'de çalışmaktayım. Şuan Genel Müdürlük ADK Pazarlama biriminde görevimi sürdürmekteyim.