

**AŞIRI GÜVEN VE BORÇ DÜZEYİ İLİŞKİSİ: BİST İNŞAAT SEKTÖRÜNDE
AMPİRİK BİR İNCELEME**

SELÇUK YALÇIN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İşletme Ana Bilim Dalı
Yrd. Doç. Dr. Mahmut ERDOĞAN
2014**

(Her Hakkı Saklıdır)

**T.C.
GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**AŞIRI GÜVEN VE BORÇ DÜZEYİ İLİŞKİSİ: BİST İNŞAAT
SEKTÖRÜNDE AMPİRİK BİR İNCELEME**

**(An Empirical Investigation Between Overconfidence and Leverage: The Case of
Bist Construction Industry)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Selçuk YALÇIN

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Mahmut ERDOĞAN

**GÜMÜŞHANE
Temmuz, 2014**

TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI

.....danışmanlığında,
..... tarafından hazırlanan “.....”
.....”
başlıklı çalışma, / / tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda
başarılı bulunarak jürimiz tarafındanAnabilim
Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi (Başkan):

İmza:

.....

.....

Jüri Üyesi (Danışman):

İmza:

.....

.....

Jüri Üyesi :

İmza:

.....

.....

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.. / .. /

Doç. Dr. Mevlüt ERTEN
Enstitü Müdürü

TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Yüksek Lisans/Doktora Tezi olarak sunduğum “.....
.....” başlıklı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

<input type="checkbox"/>	Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezim sadece Gümüşhane Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

... / ... /

İmza

Öğrenci Adı Soyadı:

ÖNSÖZ

Bu çalışma, son yıllarda daha çok önem kazanan davranışsal finans literatürünün önemli araştırma konularından birisi olan aşırı güven hipotezi üzerine planlanmıştır. Çalışma yönetimsel aşırı güven ve borç düzeyi arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla ortaya çıkmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören inşaat şirketlerinin 2002-2012 yıllarına ait verileri statik panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir.

Yapmış olduğum bu çalışmanın her aşamasında fikirleriyle bana yol gösteren, değerli zamanını bana ayıran, her türlü yardımı benden esirgemeyen değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Mahmut ERDOĞAN'a, bu tezin her aşamasında yanımda olan ve sabırla bugünü bekleyen aileme, desteklerini benden esirgemeyen arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunuyorum.

Gümüşhane – 2014

Selçuk YALÇIN

İÇİNDEKİLER

DIŞ KAPAK	
DIŞ KAPAK PENCERESİ	
İÇ KAPAK.....	I
TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI.....	II
TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI.....	III
ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET.....	VIII
ABSTRACT.....	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	X
KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ.....	XI
TABLolar LİSTESİ.....	XII
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1.GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ.....	3
1.1. Beklenen Fayda Teorisi.....	3
1.2. Etkin Piyasa Hipotezi.....	5
1.2.1 Zayıf Formda Etkinlik.....	8
1.2.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik.....	9
1.2.3. Güçlü Formda Etkinlik.....	10

İKİNCİ BÖLÜM

2. DAVRANIŞSAL FİNANS.....	11
----------------------------	----

2.1. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi.....	11
2.2. Beklenti Teorisi	14
2.3. Yatırımcıların Rasyonel Karar Almasını Engelleyen Eğilimler	16
2.3.1. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi	18
2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi	19
2.3.3. Çerçeveleme Eğilimi.....	20
2.3.4. Çapa Atma Eğilimi.....	22
2.3.5. Zihinsel Muhasebe Eğilimi	23
2.3.6. Sürü Psikolojisi	25
2.3.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı.....	26
2.3.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı.....	27
2.3.7. İyimserlik Eğilimi	27
2.3.8. Muhafazakarlık Eğilimi	29
2.3.9. Temsiliyet Kısa Yolu	30
2.3.10. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Kısa Yolu	33
2.3.11. Aşırı Güven Eğilimi	35
2.3.11.1. Aşırı Güven ile İşlem Hacmi İlişkisi.....	39
2.3.11.2. Aşırı Güven ve Algılanan Risk	39
2.3.11.3. Aşırı Güven Piyasa Derinliği İlişkisi	40
2.3.11.4. Aşırı Güven ve Fiyat Kalitesi.....	41
2.3.11.5. Aşırı Güven ile Piyasadaki Hareketlilik İlişkisi	41
2.4. Literatür Taraması	42
2.5. İnşaat Sektörü Analizi	46
2.5.1. İnşaat Sektörünün Doğrudan Geri Bağlantısı.....	48
2.5.2. İnşaat Sektörünün Toplam Geri Bağlantısı	49
2.5.3. İnşaat Sektörünün Toplam İstihdam İçindeki Yeri.....	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.YÖNTEM	51
3.1. Problem Durumu	51
3.2. Konunun Önemi	51
3.3. Konunun Amacı.....	52
3.4. Beklenen Yararlar.....	52
3.5. Sınırlılıklar.....	52
3.6. Evren ve Örneklem.....	52
3.7. Veri Toplama Araçları ve Yöntem	52
3.7.1. Sabit Etkili Model	55
3.7.2. Tesadüfi Etkili Model	55
3.8. Çalışmada Kullanılan Değişkenler	56

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. VERİLERİN ANALİZİ ve YORUM	59
4.1 Verilerin Analizi	59
4.2. Bulgular ve Yorum	59
4.3.Tartışma	65
4.4. Sonuç ve Öneriler	69
KAYNAKÇA	72
ÖZGEÇMİŞ	80

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

AŞIRI GÜVEN VE BORÇ DÜZEYİ İLİŞKİSİ: BİST İNŞAAT SEKTÖRÜNDE
AMPİRİK NİR İNCELEME

SELÇUK YALÇIN

2014-XII+ 80 Sayfa

Geleneksel finans teorileri insanların rasyonel davrandıklarını ileri sürmekte ve insanların bu rasyonelliğe göre hareket ettiğini belirtmektedir. Fakat daha sonra yapılan pek çok araştırma piyasalarda geleneksel finans teorilerinin açıklayamadığı bir çok anomali tespit etmiştir. Bu anomalileri açıklamak için yapılan yeni çalışmalar sonucunda, geleneksel finans teorilerinin aksine insan davranışlarının rasyonel olmadığını ileri süren yeni finans teorileri ortaya konmuştur. Bu yeni teoriler sayesinde finansta “Davranışsal Finans” adı altında yeni bir alan ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans insanların karar verme süreçlerinde rasyonel davranmadığını çeşitli psikolojik etkiler altında kalarak karar verdiğini ileri sürmektedir. Bu çalışmada davranışsal finansın önemli yaklaşımlarından biri olan aşırı güven ile borç düzeyi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Borsa İstanbul (BİST)’da 2002-2012 yılları arasında işlem gören şirketlerin verileri incelenerek yapılan çalışmada aşırı güven ile borç düzeyi arasında istatistiksel olarak negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Davranışsal Finans, Aşırı güven, Kaldıraç.

ABSTRACT

MASTER'S THESIS

AN EMPIRICAL INVESTIGATION BETWEEN OVERCONFIDENCE AND
LEVERAGE: THE CASE OF BIST CONSTRUCTION INDUSTRY

SELÇUK YALÇIN

2014-XII + 80 page

Conventional finance theories suggest that people behave rationally and act. Posterior studies found out many anomalies which conventional finance cannot explain. To explain these anomalies, by contrast with the conventional finance, there are new finance theories suggesting that human behavior is not rational. These theories created a new field in finance which is called "Behavioral Finance". According to the "Behavioral Finance" theories, in decision making process people are not behaving rational and deciding under various psychological impression. In this paper, we studied the relation between overconfidence hypothesis which is an important approach of "Behavioral Finance" and leverage ratio which is the debt level. According to data analyses of companies in Istanbul Stock Exchange between the years of 2002 and 2012, it is observed that there exists a negative relationship between the overconfidence and the debt level.

Key Words: Behavioral Finance, Overconfidence, Leverage

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil No</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.1.	Beklenen fayda Fonksiyonu.....	4
Şekil 2.1.	Davranışsal Finans ve Diğer Disiplinler ile İlişkisi.....	12
Şekil 2.2.	Varsayımsal Değer Fonksiyonu.....	15
Şekil 2.3.	Yatırımcının Karar Verme Davranışı.....	17
Şekil 2.4	Tüm Yatırımcılar Bilgi Sahibi Olduğunda Arz Eğrisi.....	40
Şekil 3.1.	Reel Sektör Güven Endeksi, Yatırım ve İstihdamın Zaman İçerisindeki Değişimi.....	68
Şekil 3.2.	RGE, İMKB, SUE, EMP Değişkenlerinin Zaman İçerisindeki Değişimi.....	68

KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ

<u>Kısaltma</u>	<u>Kısaltma Açılımı</u>	<u>Sayfa No</u>
BİST:	Borsa İstanbul	IV
CVF:	Castle Convertible Fund	25
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri.....	29
LTCM:	Long Term Capital Management Fund	38
NYSE/AMEX:	New York Stock Exchange.....	43
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	43
CEO:	Chief Executive Officer	43
CFO :	Baş Mali Memur.....	44
GSYH :	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla	47
TÜİK :	Türkiye İstatistik Kurumu.....	47
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla.....	47
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.....	58
RKGE:	Reel Kesim Güven Endeksi.....	59
TÜSİAD:	Türk Sanayici İş adamları Derneği.....	68

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
Tablo 2.1.	GSYH ve İnşaat Sektörü Gelişme Hızı.....	47
Tablo 2.2.	İNşaat Sektörü Doğrudan Geri Bağlantı Katsayıları (B_g).....	48
Tablo 2.3.	İNşaat Sektörü Toplam Geri Bağlantı Katsayıları.....	49
Tablo 2.4.	Sektörler itibariyle İstihdamın Dağılımı.....	50
Tablo 3.1.	Tanımlayıcı İstatistikler.....	59
Tablo 3.2.	Değişkenler Arasındaki Korelasyon.....	60
Tablo 3.3.	Panel Veri Analizi Sonuçları.....	62
Tablo 3.4.	Panel Veri Analizi Sonuçları.....	64

GİRİŞ

Geleneksel finans teorileri insanı rasyonel bir varlık olarak görmekte ve insanların davranışlarını buna göre yorumlamaktadır. Geleneksel finans teorilerinden en önemli olanı Fama (1970)'nin ortaya koyduğu etkin piyasa hipotezidir. Etkin piyasa hipotezine göre bütün piyasalar mevcut bütün bilgiyi tam olarak yansıtmakta. bütün yatırımcılar rasyonel davranmakta, yatırımcılar rasyonel davranmasa bile arbitraj sayesinde rasyonel davranmayan yatırımcının piyasalara her hangi bir etkisi olmamaktadır. Etkin piyasa hipotezine göre bütün piyasalar etkindir. Fama piyasaları etkinliklerine göre zayıf, yarı güçlü ve güçlü olmak üzere üç farklı forma ayırmıştır.

Etkin piyasa hipotezi son yıllara kadar üzerinde en çok tartışılan çalışmalardan birisi olmuştur. Daha sonraları yapılan birçok çalışma etkin piyasa hipotezinin aksine yatırımcıların karar verme süreçlerinde rasyonel davranmadığını, sosyal ve psikolojik birçok faktörün etkisi altında kalarak karar verdiğini ortaya koymuştur. Bu çalışmalar zaman içerisinde genişleyerek finansta davranışsal finans adı altında yeni bir alanın doğmasına neden olmuştur.

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar yatırımcıların karar verme süreçlerinde rasyonel davranmadığını, ayrıca piyasalarında etkin piyasa hipotezinde belirtildiği gibi etkin olmadığını belirtmektedir.

Davranışsal finans alanında yapılan bu çalışmalardan en önemlisi davranışsal finansın temelini oluşturan Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) tarafından ortaya konan beklenti teorisidir.

Beklenti teorisi insanların karar verirken bir takım içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalarak karar verdiğini ileri sürmektedir. Yatırımcıların karar verirken karşılaştıkları psikolojik faktörler hakkında birçok çalışma yapılmış ve yatırımcıların karar verme süreçleri detaylı bir şekilde araştırılmıştır. Yapılan birçok araştırmanın sonucunda yatırımcıların karar verirken çok farklı eğilimler sergilediği tespit edilmiştir. Bu eğilimlerin en önemlilerinden birisi aşırı güven eğilimidir. Davranışsal finans literatüründe "Aşırı Güven Hipotezi" olarak yer bulan bu eğilim yatırımcıların yatırım kararları verirken kendilerine aşırı güven duyduklarını böylece mevcut riskleri

olduğundan daha az gördüklerini ve böylece yatırımcıların yanlış kararlar verdiklerini ileri sürmektedir.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören 2002-2012 dönemine ait 28 inşaat şirketinden elde edilen verileri kullanarak aşırı güven ve kaldıraç ilişkisini statik panel veri analizi yöntemiyle incelemektir.

Dört bölümden oluşan bu çalışmada; birinci bölümde geleneksel finans teorileri üzerinde durulup beklenen fayda teorisi ve etkin piyasa hipotezi hakkında detaylı şekilde bilgi verildikten sonra etkin piyasa hipotezinin ortaya koyduğu zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda etkinlik kısaca açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde davranışsal finansın gelişim süreci anlatıldıktan sonra, Kahneman ve Twersky (1979) tarafından ortaya konan ve davranışsal finansın temelini oluşturan beklenti teorisinden bahsedilmiştir. Beklenti teorisi açıklandıktan sonra yatırımcıların karar verme süreçlerinde rasyonel karar vermelerini kısıtlayan psikolojik faktörler ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. Daha sonra aşırı güven ile ilgili literatür taraması yapılmış, çalışmada kullanılan verilerin elde edildiği inşaat sektörü hakkında kısaca bilgi verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümde çalışmanın yöntemi, amacı, varsayımları, sınırlılıkları, modeli anlatılarak veri toplama yönteminden bahsedilmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde aşırı güven ile kaldıraç arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaçla yapılan incelemede değişkenler arasındaki korelasyon hesaplanmış statik panel veri analizi yöntemi kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve düzeyi analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular, tartışılmış ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.GELENEKSEL FİNANS TEORİLERİ

1.1.Beklenen Fayda Teorisi

Beklenen fayda teorisi Neuman ve Morganstern (1944) tarafından ortaya koyulmuştur. Neuman ve Morganstern (1944) insanların belirsizlik altında nasıl karar verdiklerini araştırmışlardır ve insanların karar verirken beklenen faydalarını maksimize etmeyi amaçladıklarını belirtmişlerdir.

Beklenen fayda teorisinin dayandığı temel varsayımlar şunlardır (Özmen, 1997: 2).

1-) İnsanlar belirsizlik hallerinde, çeşitli eylemlerin gerçekleşme olasılığını Bayes teoremini kullanarak, objektif bir şekilde tespit ederler.

2-) İki seçenekten biri daha fazla fayda sağlıyorsa, bu iki seçenekten daha fazla fayda sağlayanı tercih edecektir.

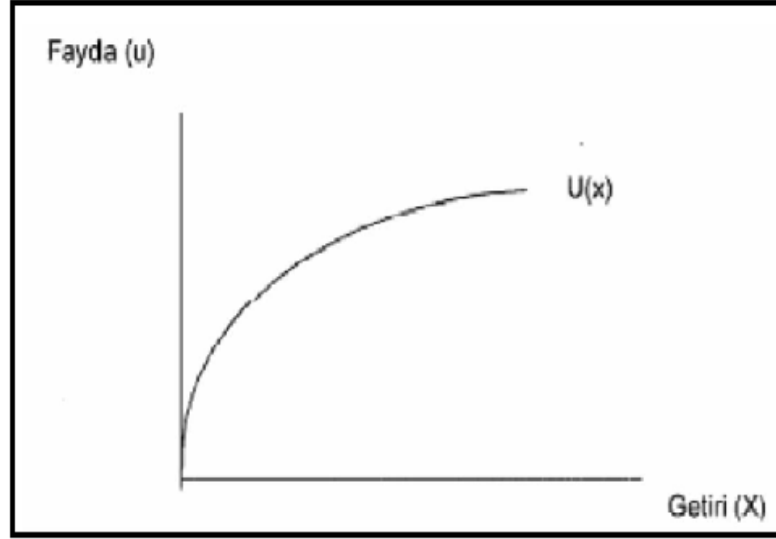
3-) Karar verici karar verirken, faydasını maksimize edecek şekilde karar vermektedir.

4-) Azalan marjinal fayda kuralı geçerlidir ve dolayısıyla fayda fonksiyonu konveks bir yapı göstermektedir.

Şekil 1.1.'de görüldüğü gibi getiri ile fayda arasında sürekli bir ilişki vardır ve getiri arttıkça fayda artmakta ancak azalan marjinal fayda kanunu gereği azalarak artmaktadır.

Beklenen fayda teorisine göre herhangi bir birey seçim yapacağı zaman herbir olayın getireceği faydaları hesaplar ardından bu olayların gerçekleşme olasılıklarını hesaplayarak birbirleriyle çarpar. Bulunan sonuçlar her olayın beklenen faydasını gösterir ve birey bu beklenen faydaya göre seçimini yapar. Bireyin amacı beklenen faydasını maximize etmektir.

Şekil 1.1. Beklenen Fayda Fonksiyonu



Kaynak: Sönmez, 2010: 7

Örnek verecek olursak; bir kişinin %50 olasılıkla 200\$ %15 olasılıkla da 400\$ kazanma seçenekleri olduğunu düşünelim. Böyle bir seçimde birey beklenen faydayı maksimize etmek isteyecektir ve seçeneklerin beklenen fayda getirilerini hesaplayacaktır. Birinci seçeneğin beklenen faydası ; $0.50 \times 200\$ = 100\$$ iken , ikinci seçeneğin beklenen faydası; $0.15 \times 400\$ = 60\$$ 'dır. Beklenen fayda teorisine göre birey bu durumda beklenen faydayı maximize etmek için birinci seçeneği seçecektir.

Von Neumann ve Morgenstern (1944)' e göre beklenen fayda teorisinin temel unsurları üstünlük, değişmezlik ve bağımsızlık olmak üzere üç başlık altında toplanmaktadır. Söz konusu unsurlar şu şekilde açıklanabilir (Hanson ve Kysar, 1999: 641-642) :

- **Üstünlük/Sıralılık:** İki alternatif arasından birini seçmek zorunda olan bir birey, ikisinden birini seçmek zorunda ya da ilgisiz (farksız) olabilir. Tüm tercihler geçişlidir. Örneğin, bir kişi a 'yı b 'ye tercih ediyorsa ve b 'yi de c 'ye tercih ediyorsa, a 'yı da c 'ye tercih edecektir.
- **Değişmezlik:** Değişmezlik ilkesine göre, aynı karar probleminin farklı sunumları, aynı tercihle sonuçlanacağı anlamını taşımaktadır. Bu nedenle problem nasıl sunulursa sunulsun karar değişmeyecektir.
- **Bağımsızlık:** Bir bireyin iki şey arasındaki tercihi, bu iki şeyin yerini belirgin bir şans oyunu aldığı anda dahi değişmeyecektir. Dolayısıyla eğer birisi a 'yı b 'ye tercih ediyorsa, %50 ihtimalle a 'yı kazanma olasılığını, %50 ihtimalle b 'yi

kazanma olasılığına tercih edecektir. Benzer şekilde a ile b arasında farksız ise, belirgin bir bahis durumunda da farksız kalacaktır (Döm, 2003: 13-14).

Beklenen fayda teorisi, kişilerin tutarlı bir tercih açığa koymaları halinde bireysel tercihi sayısallaştırabilecek bir indeksin ortaya konulabileceği fikrine dayandırılmaktadır. Bir oyuna katılmak isteyen bir kişi için, “ n ” adet olası ödül olduğu varsayımı altında, X_1, X_2, \dots, X_n ödülleri olsun, X_1 , en az tercih edilen ve X_n en fazla tercih edilen ödüldür. Ancak kişinin daima kazanma olasılığı en yüksek olan ödülü tercih edeceği varsayımı altında, insan, daima en büyük ödülü tercih edecektir (Abaan, 2002: 127).

Beklenen fayda teorisine yapılan en büyük eleştiri tüm insanları rasyonel davranabilen bireyler olarak kabul etmesidir. Halbuki gerçek yaşamda insanlar bu kadar rasyonel değildirler. İnsanlar seçimlerini yaparken sadece beklenen faydayı maximize etmeyi amaçlamaz, bireyin seçimleri bulunduğu şartlara ve durumlara göre değişebilir. Baumol (1977) yapmış olduğu çalışma ile bileşik veya basit içerikli oyunların sunuldukları yapının içeriğine göre birbirlerinden farklı olarak algılanabileceğini göstermiştir. Dolayısıyla da bu farklı algılamalar sonucu insanlar farklı tercihler yapabilmektedir ve buda insanların her zaman beklenen faydayı maximize etmeye çalıştığı hipoteziyle çelişmektedir.

İnsanlar bazen kendi çıkarlarını düşünmeden tamamen insani duygularla çevresindekilere yardım edebilir. Bu durumda rasyonellikten uzaklaşarak duygusal davranmış olur. Bu yüzden insanları gerçek hayatta tamamen rasyonel davranan, her zaman kendi çıkarını düşünen bir varlık olarak kabul etmek yanlış bir tutumdur.

1.2. Etkin Piyasa Hipotezi

Tarih boyunca finansal piyasalar insanların ilgisini çekmiştir. Yatırımcılar finansal piyasalardan elde ettikleri karı maximize etmeyi, zararı ise minimize etmeyi amaçlamışlardır. Yatırımcıların bu arzu ve isteklerinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği ya da hangi koşul ve şartlar altında gerçekleşebileceği araştırmacıların ilgi alanına girmiş ve günümüze kadar bu alanda birçok bilimsel çalışma yapılmıştır. Bu amaçla araştırmacılar yatırımcıların davranışlarını, finansal piyasalardaki karlarını nasıl artırdığını, zararını nasıl azaltabileceğini, geçmiş verilerden yararlanarak gelecek

ile ilgili tahminler yürütülüp yürütülemeyeceğini, finansal piyasaların nelerden ve nasıl etkilendiğini araştırmışlardır.

İngiliz istatistikçi Mavrice Kendall (1953) yapmış olduğu çalışmada hisse senetlerinin geçmiş verilerini inceleyerek fiyat hareketleri konusunda düzenli ve sistematik hareketler olup olmadığını araştırmıştır. Kendall (1953) araştırmasının sonucunda hisse senedi fiyatının düzenli ve sistematik hareket etmediğini, geçmiş fiyatlar ile gelecek fiyatlar arasında düzenli ve anlamlı bir bağ olmadığını ortaya koymuştur. Hisse senedi fiyatlarının rassal bir şekilde değiştiğini ve gelecek fiyatların öngörülemediğini ortaya koyan Kendall (1953) bu çalışmayla hisse senedi fiyatlarını çeşitli verilerden yararlanarak tahmin ettiğini ileri süren birçok yatırımcının aksini iddia etmiştir. Kendall (1953) tarafından ortaya konan bu çalışmadan sonra finansal piyasalar ile ilgili çalışmalar artarak devam etmiştir. Bu çalışmaların en önemlilerinden birisi Eugene Fama tarafından (1970) ortaya konan etkin piyasalar hipotezidir.

Fama (1970) tarafından ortaya konan etkin piyasa hipotezine göre yatırımcılar yatırım kararları verirken rasyonel davranmakta; her yatırımcı rasyonel davranmasa bile, rasyonel yatırımcılar sayesinde piyasanın gerçek değerine kavuştuğu öne sürülerek bir anlamda rasyonel olmayan yatırımcıların etkisi olmadığı ileri sürülmektedir.

Fama (1970) ortaya koyduğu bu çalışmada piyasa etkinliğini, piyasalardaki fiyatların mevcut bilgiyi tam, eksiksiz ve sürekli olarak yansıttığı piyasa olarak tanımlamıştır. Fama'ya göre piyasalar etkin olduğunda tüm bireyler eksiksiz ve tam bilgiye sahiptir. Dolayısıyla hisse senedi fiyatları hisse senediyle ilgili tüm bilgileri yansıtmaktadır. Etkin piyasa hipotezi, kuramsal anlamda aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (Taner ve Kayalidere, 2002):

- Yatırımcının temel amacı, nihai zenginliğinin faydasını maksimize etmektir.
- Yatırımcı, seçimlerini risk ve getiri temeline dayalı yapar.
- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri benzerdir
- Yatırımcılar, birbirlerinin aynı zaman ufkuna sahiptir.
- Bilgi piyasada her yatırımcı tarafından serbestçe elde edilebilir.

Etkin piyasa hipotezine göre; yatırımcılar, kendi fayda fonksiyonunu maksimize etmeyi amaçladıklarından, hisse senetlerinin gelecekteki değerini doğru tahmin etmek için birbirleriyle rekabet içerisindeyler. Denge fiyatı, piyasada yer alan tarafların sahip

oldukları bilgileri kullanarak bir hisse senedinin değeri konusunda oluşturdukları fikir birliğiyle ve çok sayıda alım ve satım kararı sonucunda oluşur. Bu nedenle, belirli bir anda gözlemlenen fiyatlar, hisse senetlerinin gerçek değerinin objektif bir tahminidir. Piyasada “mevcut bütün bilginin fiyatlara yansiyabilmesi” için işlem maliyetlerinin sıfır olması ve bilginin bütün yatırımcılara maliyetsiz bir şekilde ulaşması ön koşuldur (Yaşar, 2008: 14).

Eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise, herhangi bir andaki menkul kıymetin fiyatı, hisse senedinin gerçek değerine eşit olmalıdır (Bozkurt,1988: 101).

Etkin piyasa hipotezinin teorik temeli, aşağıda ifade edilen üç argümana dayanmaktadır:

- Yatırımcıların rasyonel olduğu ve dolayısıyla menkul kıymetleri rasyonel olarak değerledikleri varsayılır.
- Bazı yatırımcıların rasyonel olmadığı ölçüde, işlemleri tesadüfidir ve bundan dolayı söz konusu işlemler fiyatları etkilemeden birbirlerini dengelerler.
- Bazı yatırımcıların benzer şekillerde irrasyonel olduğu ölçüde, söz konusu yatırımcılar, piyasada fiyatlar üzerindeki etkilerini ortadan kaldıran rasyonel arbitrajcılarla karşılaşır. (Shleifer, 2000: 6)

Yatırımcılar rasyonel olduklarında, her bir menkul kıymeti temel değerine kadar değerlerler, bir başka deyişle gelecekteki nakit akışı risk karakteristikleri kullanılarak iskonto edilip net şimdiki değer elde edilir. Yatırımcılar menkul kıymetlerin temel değerlerine ilişkin bir şey öğrendiklerinde, haber iyi ise fiyatları yükselterek, haber kötü ise fiyatları düşürerek yeni bilgiye hemen tepki verirler. Sonuç olarak menkul kıymet fiyatları bütün mevcut bilgiyi içermektedir ve fiyatlar, nakit akışının yeni şimdiki net değerlerine hemen uyum gösterirler. Böylece etkin piyasa hipotezinin, tam rasyonel yatırımcılara sahip rekabetçi piyasaların ilk ve en önemli sonucudur. (Shleifer, 2000:6)

Etkin piyasa hipotezi rasyonel olmayan yatırımcıların rassal işlem yapmasından dolayı bu yatırımcıların piyasaya etkilerinin sınırlı olduğunu ileri sürmektedir. Piyasada bu tür rasyonel olmayan yatırımcı sayısının oldukça fazla mevcut olduğunu kabul eden etkin piyasa hipotezi bu yatırımcıların yaptıkları işlemlerin birbiriyle korelasyonlu olmadığı durumlarda birbirini dengeleyerek, fiyatlar üzerinde ihmal edilebilir bir etkiye neden olduğunu savunmaktadır.

Etkin piyasa hipotezi yatırımcıların işlemlerinin birbiriyle korelasyonlu olmadığı durumları da dikkate almaktadır. Bu durum arbitraj ile açıklanmaktadır. Finanstaki temel kavramlardan birisi olan arbitraj, fiyat farklılıkları avantajından yararlanmak için farklı iki piyasadaki aynı menkul değer için eş zamanlı alış-satışı olarak tanımlanmaktadır (Sharpe, 1964:315).

Varsayalım ki, irrasyonel yatırımcıların korelasyonlu işlemleri nedeniyle herhangi bir hisse senedi aşırı fiyatlanmış olsun. Bu durumun farkına varan arbitrajcılar bunu hemen fark eder ve fiyat farklılıklarındaki avantajdan yararlanmak için bu hisse senedini hemen satıp yerine bu hisse senediyle benzer hisse senedini düşük fiyattan alarak kar elde etmeyi amaçlar. Böylece arbitrajcılarının bu satışları aşırı değerlenen hisse senedini gerçek değere indirir. Bu durumun tersi de mevcuttur. Yani düşük fiyatlanan hisse senetleride arbitrajcılar sayesinde gerçek değerine kavuşur ve böylece piyasada denge sağlanmış olur.

Genel olarak piyasalarda 3 tip etkinlikten söz etmek mümkündür. Bu etkinlik türleri; faaliyet etkinliği, kaynak dağıtım etkinliği ve bilgi etkinliğidir. Faaliyet etkinliği, katılımcıların işlemlerini minimum maliyetlerle gerçekleştirebilmesini, kaynak dağıtım etkinliği kaynakların tüm taraflara optimum şekilde dağıtılmasını, bilgi etkinliği ise fiyatların piyasadaki mevcut tüm bilgiyi yansıtmalarını ifade etmektedir (Sönmez, 2010: 11).

Fama (1965) piyasa etkinliğini bilgi etkinliğine göre tanımlamıştır. Piyasa etkinliğini tanımlarken de menkul kıymetin fiyatına etki eden geçmiş bilgileri, kamuya açıklanmış bilgileri ve firmaların içeriden öğrenilebilen bilgilerini kullanmış ve piyasa etkinliğini buna göre tanımlamıştır. Fama (1965) piyasa etkinliğini; zayıf formda, yarı güçlü formda ve güçlü formda olmak üzere üç forma ayırmıştır.

1.2.1 Zayıf Formda Etkinlik

Yatırımcılar geçmiş fiyat hareketlerinden yararlanarak gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin edebilmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla çeşitli yöntemler kullanarak hesaplamalar yapmaya çalışmaktadır. Halbuki zayıf formda etkinlik kuramına göre bu doğru bir davranış biçimi değildir. Zayıf formda etkinlik kuramı menkul kıymetlerin fiyatlarının rassal olarak belirlendiğini ve geçmiş fiyatlara bakarak

gelecekteki menkul değer fiyatlarını tahmin etmek için yapılan analiz ve saptamaların hiçbir geçerliliğinin olmadığını öne sürmektedir.

Fama (1965) Dow Jones endeksinde işlem gören 30 hisse senedini incelediği çalışmasında hisse senetlerinin fiyatlarının rassal olarak değiştüğünü ortaya koymuştur. Zayıf formda piyasa etkinliğinin testinde temel olarak izlenen yöntem hisse senedi fiyatlarının tesadüfi olup olmadığını test etmektir. Bunun için geçmiş dönem fiyatların gelecek dönem fiyatlarıyla otokorelasyona sahip olup olmadığı ve aşırı kazanç oluşup oluşmadığı araştırılmaktadır. Eğer geçmiş dönem hisse senedi fiyatları ve gelecek dönem hisse senetleri arasında otokorelasyon söz konusuysa ve piyasada aşırı kazanç oluşuyorsa, zayıf formda etkinlikten söz edilemez (Gürkan, 2009: 11).

Çevik ve Yalçın (2003) zayıf formda piyasa etkinliğini ölçmeye yönelik olarak yaptıkları çalışmada tutarlı bir sonuca ulaşamamış, İMKB’de fiyatların bazı yıllar zayıf formda etkin olduğunu yani fiyatların rassal olarak belirlendiğini, bazı yıllarda ise rassal olmayan bir yapı gösterdiğini yani zayıf formda etkin olmadığını belirtilmişlerdir.

1.2.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik

Yarı güçlü formda etkin piyasa, piyasanın geçmiş fiyat hareketlerinin yanı sıra kamuya açık her türlü bilginin de menkul kıymetlerin fiyatlarına yansıdığı piyasa olarak tanımlanabilir. Yarı güçlü formda etkin bir piyasada piyasa yapıcılarının kamuya açık bir bilgiyi kullanarak normalden fazla bir getiri elde etmesi mümkün değildir. Çünkü kamuya açık bilgi tüm piyasa yapıcıları tarafından elde edileceğinden herhangi bir yatırımcının normalin üstünde bir kazanç sağlama olanağı yoktur.

Yarı güçlü formda etkin bir piyasada yatırımcı kamuya açıklanmış bir bilgi sayesinde normalin üzerinde kar elde edemez çünkü bütün yatırımcılar kamuya açıklanmış bilgiye çok çabuk bir şekilde ulaşacaktır ve bu durumda her yatırımcı bu bilgiler ışığında yatırım kararını vereceğinden normalin üstünde bir getiri elde edilemeyecektir. Örneğin, bir şirketin borsaya yaptığı bir karlılık bildirimden sonra o şirketin hisse senedine sahip bir yatırımcı beklenen getirinin üstünde bir getiri elde edemez çünkü her yatırımcı bu bilgiye kolayca erişebilecek ve benzer şekilde davranacaktır. Eğer yatırımcı beklenen getirinin üstünde bir getiri elde ediyorsa o piyasada yarı güçlü formda etkinlikten bahsetmek mümkün değildir. Yarı güçlü formda

etkin piyasada ancak içerden bilgi gelirse yani kamuya açıklanmamış bilgilerin şirketin içerisinden öğrenilmesi durumunda yatırımcı normalin üzerinde kazanç sağlayabilir.

Bir piyasanın yarı etkin formda olup olmadığını anlamının bazı yolları mevcuttur. Örneğin bilanço bilgileri kullanılarak bulunacak olan firma büyüklüğü etkisi, fiyat/kazanç oranı (F/K) etkisi veya düşük fiyat etkileri yarı-güçlü formda etkinliğin test edilmesine olanak tanımaktadır (Reilly ve Brown, 2002: 183).

Horasan (2009) BİST Ulusal 30 Endeksinde, F/K oranı, yıllık getiri değişimleri ve yıl sonu kapanış fiyatları üzerine yaptığı çalışmada, F/K oranının bir sonraki kapanış fiyatları ve yıllık getiri değişimleri üzerindeki etkisini anlamlı bulmuş, F/K oranının bir sonraki dönem kapanış fiyatları üzerindeki etkisini pozitif korelasyonlu bulurken yıllık getiri üzerindeki etkisini negatif korelasyonlu bulmuştur.

1.2.3. Güçlü Formda Etkinlik

Yarı güçlü formda etkin piyasada içerden bilgi elde edildiğinde normalin üzerinde kar edilebileceğinden söz etmiştik. Halbuki güçlü formda bir piyasada bu ihtimal dahi yoktur. Hiçbir şekilde normalin üzerinde getiri elde edilemez. Güçlü formda etkinlik kuramı her hangi bir yatırımcının kamuya açıklanmış bilgilerin yanında her türlü özel bilgiye sahip olması durumunda bile normalin üzerinde bir getiri elde edemeyeceğini savunmaktadır.

Zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, zayıf formda da etkin olması gerekmektedir, çünkü tüm fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının yararlanabileceği şekilde tahmin edilebilir olmalıdır. Benzer şekilde, piyasanın güçlü formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde fiyat ilgili tüm bilgileri içermez (Barak, 2006: 61).

Güçlü formda piyasa etkinliği en gelişmiş piyasa etkinliğidir. Bu tip bir piyasada hem kamuoyu hem de özel kaynaklı bilgi girişi, hisse senedi fiyatları üzerinde etkilidir. Söz konusu bilgi sahipleri bu bilgileri kullanarak sürekli aşırı getiri sağlayamazdır. Eğer sağlıyorsa piyasanın etkinliğinden söz edilemez. Bir piyasanın kuvvetli formda etkin olup olmadığını değerlendirebilmek için, içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik testler, yatırım fonları ve büyük portföy yöneticilerine yönelik testler gibi çeşitli etkinlik testleri yapılmaktadır (Barak, 2006: 63).

İKİNCİ BÖLÜM

2. DAVRANIŞSAL FİNANS

2.1. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

İnsan yaratılışından bu yana inceleme ve araştırma konusu olmuştur. İnsanın yaratılış süreci, yaşam süreci araştırmacılar için her zaman ilgi çekici olmuş ve bu süreçlerle ilgili birçok çalışma yapılmıştır. 1900'lü yıllardan sonra yapılan çalışmalar insan davranışlarını anlamlandırma üzerine yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda John D. Watson, davranışı belirleyen faktörlerin içsel eğilimler yerine dış çevre olduğunu öne sürmüştür. Davranışçılık, daha sonra psikolojiye daha özenli yaklaşımı hedefleyen B.F. Skinner tarafından geliştirilmiştir (Kent ve diğ. 2001: 1).

Yirminci yüzyıl başlarından itibaren sanayinin hızla gelişmesi ve ekonominin zaman içerisinde daha çok önem kazanmasının ardından araştırmacılar insanların ekonomiyle ilgili sergiledikleri davranışları anlamlandırmak için birçok çalışma yapmışlardır.

Geleneksel finans teorileri, insanın sosyal bir varlık olduğu ve çeşitli davranışlar sergilerken psikolojik ve sosyal etkilerden etkilenebileceği gerçeğini görmezden gelerek, insan davranışlarının rasyonel olduğunu kabul etmiş ve insanın ekonomik hayatta gösterdiği davranışların bu rasyonellik sonucunda olduğunu ileri sürmüştür.

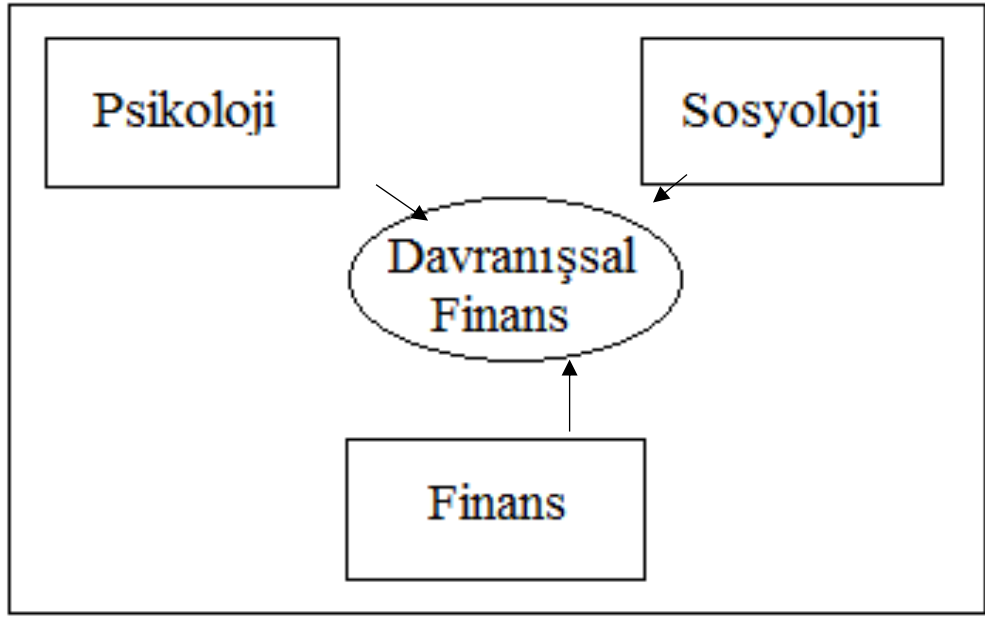
Davranışsal finans ise, geleneksel finans teorilerinin aksine insanı tamamen rasyonel bir varlık olarak görmemekte, insanların sınırsız rasyonel olamayacağını belirtmekte ve insanların karar verme süreçlerinde çeşitli psikolojik etkiler altında kalarak karar verdiğini ileri sürmektedir.

Davranışsal finansın çıkış noktasını, insanın yargılama ve karar verme davranışını inceleyen bilişsel psikoloji oluşturmaktadır. Davranışsal finans, duyguların ve bilişsel hataların yatırımcıların karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini anlamaya yönelik olarak ortaya çıkmış bir alandır. Bu alanda yapılmış ampirik çalışmaların

bulguları genelde piyasaların etkin olmadığı ve bu bağlamda yatırımcı psikolojisinin iyi incelenmesi gerektiği yönündedir (Elmas, 2010: 49).

Davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Davranışsal finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere dayanır (Giuseppe, 2003: 23).

Şekil 2.1. Davranışsal Finans ve Diğer Disiplinler ile İlişkisi



Kaynak: Ricciardi ve Simon, 2008: 2

Geleneksel finans teorileri yatırımcıların mevcut bilgiyi doğru bir şekilde algılayıp kullandığını ve yatırım kararı verirken de rasyonel davrandığını ileri sürmektedir. Ancak son yıllarda yapılan araştırmalar, geleneksel finans teorilerinin aksine, yatırımcıların yatırım kararı verirken rasyonel davranmadığını çeşitli psikolojik etkiler altında kalarak karar verdiğini ortaya koymuştur.

Yaklaşık yarım yüzyıl önce, Allais (1953) belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarırken, Edwards (1954) gelecekteki araştırmalar için bir gündem oluşturarak karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma alanı olarak tanıtmış ve Simon (1956) sınırlı rasyonelliğe dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önermiştir. Ancak bilişsel psikoloji alanında Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) yargılar ve karar verme üzerine bulgularını

yayınlayıncaya kadar araştırma yapılmamıştı. Bilişsel psikoloji alanında, yargılama ve karar vermeye ilişkin Kahneman ve Tversky, çalışmaları ekonomi ve finans alanında bir çığır açmıştır. Bu çalışma geleneksel disiplinler arası bağlantı kurmanın da ötesine giderek, finans ile psikoloji arasında bir köprü oluşturmuştur (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 10-11).

Yatırımcılar üzerinde yapılan deneysel çalışmalarda yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerine rağmen bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarında gerçekleştiremedikleri gözlemlenmiştir. Buna temel gerekçe olarak ise; bilişsel kusurlar gösterilmektedir.

Bu bilişsel kusurlar sonucunda bireysel yatırımcılar, kazanan hisseleri olması gerekenden daha erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri ise çok uzun süre elde tutmakta, sürü davranışı göstermekte, kendilerine olan aşırı güvenlerinin sonucu olarak çok sık ve zararına işlem yapmakta, aşına oldukları hisselerle duygusal olarak bağlanmakta, aşırı ve düşük reaksiyon göstermekte, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi arama ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde olmaktadır. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel kararlar olmaktan çıkmakta, bunun yerine daha çok kişinin sezgi ve hislerine dayalı alınmaktadır (Döm, 2003: xiv).

Yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözetirler. Bu değişkenlerin değerlendirilmesi süreci kusursuz bir süreç olmadığı gibi sonuç olarak da alınan kararlar, faydayı maksimize eden değil; en iyi ihtimalle karar alıcının tatmin olduğu kararlar olmaktadır. Örneğin çevre ile iyi geçinen şirketlere yatırım yapan yeşil fonlar veya sigara, alkol gibi toplum tarafından iyi karşılanmayan ürün üreten firmalara yatırım yapmayı reddeden sosyal sorumlu fonlar insanların sadece getirilerini maksimize etmeye çalışmadıklarını göstermektedir (Estrada, 2001: 6).

Sonuç olarak geleneksel finans teorileri her yatırımcının, yatırım kararları alırken rasyonel davrandığını, yatırımcıların tercihlerini doğru kavramlar ve hesaplamalar sonucunda yaptığını öne sürmektedir. Davranışsal finans teorileri ise yatırımcıların yatırım kararlarını verirken her zaman rasyonel davranmadığını, yatırım yapma sürecinde birçok psikolojik faktörler ve bilişsel ön yargılar nedeniyle rasyonel davranamayacağını öne sürmektedir.

2.2. Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi Kahneman ve Twersky (1979) tarafından ortaya konulmuştur. Kahneman ve Twersky (1979) insanların belirsizlik altında karar verme süreçlerini incelemişlerdir. Beklenen fayda teorisinin eksik kaldığı noktalardan hareketle ortaya konan beklenti teorisi bazı temel noktalarda beklenen fayda teorisinden ayrılmaktadır. En temel farklılık, beklenen fayda teorisinde karar alma rasyonel bir süreç olarak ele alınırken, beklenti teorisinde bu rasyonelliğin geçerli olmadığı, kişilerin kararlarında kendi beklentilerinin ön planda olduğu ifade edilmiştir (Sönmez, 2010: 26).

Kahneman ve Twersky beklenti teorisinde, beklenen fayda teorisinin aksine insanların rasyonellikten uzak olduklarını, insanların karar verirken bazı psikolojik etkiler altında kalarak karar verdiğini ortaya koymuşlardır.

Kahneman ve Twersky (1979) yaptıkları bir çalışmada deneklere 2 soru yöneltmişlerdir. İlk olarak deneklere 1000 \$ verilmekte ve aşağıdaki iki seçenektan birini tercih etmeleri istenmektedir.

a-) 500 \$ garanti kazanç

b-) %50 olasılıkla 1000 \$ kazanç ve %50 olasılıkla hiçbir şey kazanamama

İkinci olarak deneklere 2000 \$ verilmekte ve yine aşağıdaki iki seçenektan birini tercih etmeleri istenmektedir.

a-) 500 \$ kesin kayıp

b-) % 50 ihtimalle 1000 \$ kayıp ve % 50 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeme

Her iki soruda da net beklenen değer aynı olmasına rağmen deneklerin % 84'ü birinci soruda “ a ” seçeneğini tercih etmiş, % 69'u ikinci soruda “ b ” seçeneğini tercih etmişlerdir. Bu durum sorunun farklı ifade ediliş tarzından kaynaklanmış olup insanların kaybetmekten kaçınması olarak yorumlanmıştır. Bu deney bize insanların sınırsız rasyonellikten uzaklaştığını ve insanların algılama biçimlerine göre davranışlarının değiştiğini göstermektedir.

Beklenti teorisine göre kayıplar kazançlara göre daha fazla önem taşımaktadır. İnsanlar kazançlara oranla kayıplara daha duyarlıdır. Kahneman ve Twersky (1979) yaptıkları çalışmada deneklere 2 soru yöneltmişlerdir. Birinci soruda deneklere mevcut servetlerine ek olarak 1000 \$ verilmesi halinde aşağıdaki iki seçenektan hangisini tercih edeceği sorulmuştur:

a-) % 50 olasılıkla 1000 \$ kazanmak

b-) % 100 olasılıkla 500 \$ kazanmak

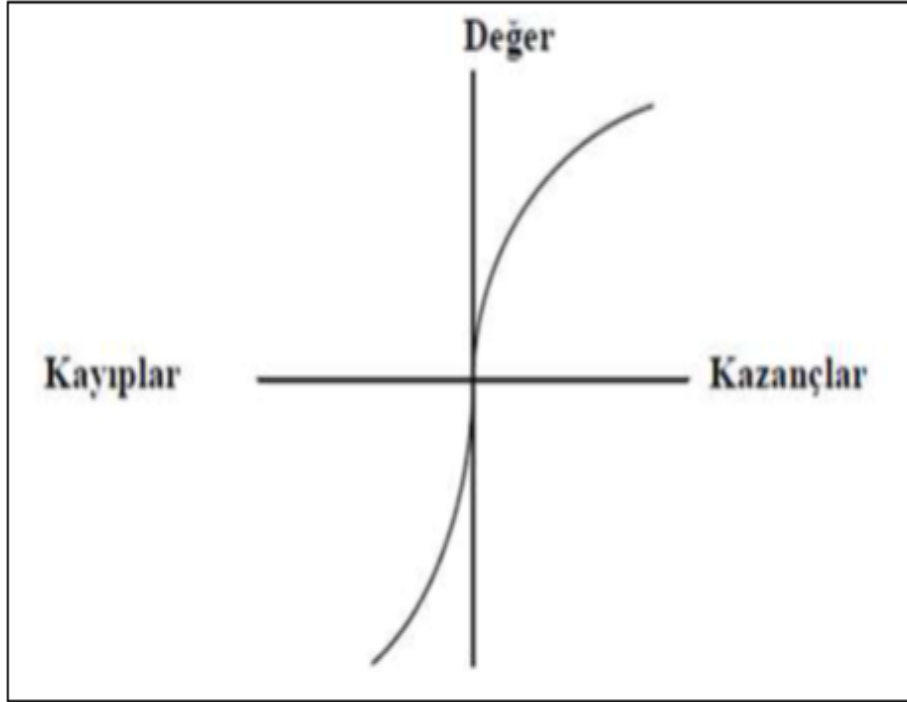
İkinci soruda ise mevcut servetlerine ek olarak 2000\$ verilmesi halinde aşağıdaki iki seçenektan hangisini seçeceği sorulmuştur:

a-) %50 olasılıkla 1000\$ kaybetme

b-) %100 olasılıkla 500 \$ kaybetme

Her iki problemde de servet düzeyleri aynı olmasına rağmen tercihler farklı olmuştur. İlk seçenekte, katılımcıların hemen hepsi kesin olan “b” seçeneğini tercih etmiştir. İkinci seçenekte ise, katılımcıların hemen hepsi gerçekleşme ihtimali %50 olan “a” seçeneğini tercih etmiştir. Katılımcılar, önceki kazanç ve kayıpların bilinmediği bu durumda sadece kazançlara ve kayıplara odaklanmışlardır. Kazançlar açısından riskten kaçınan, kayıplar açısından ise risk alan davranış göstermeleri beklentiler teorisinin değer fonksiyonunun ‘v’ sırasıyla konkav ve konveks yapıları ile örtüşmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 273)

Şekil 2.2. Varsayımsal Değer Fonksiyonu



Kaynak: Kahneman ve Tversky, 1979: 279

Şekil 2.2.'de görüldüğü gibi değer fonksiyonu kayıp bölgesinde dışbükey kazanç bölgesinde ise içbükeydir. Bunun nedeni insanların kazanç bölgesinde riskten kaçması kayıp bölgesinde ise tam tersi olarak riskli eğilim sergilemesidir.

Beklenti teorisine göre yatırımcılar kazançlarını belirledikleri referans noktalarına göre değerlendirirler. Değer fonksiyonu azalan bir duyarlılığa sahiptir. Örneğin 50\$ vererek hisse senedi alan bir yatırımcı için hisse senedi fiyatı bu referans noktasının üzerine çıktığı anda yatırımcı kazanç sağlamış olacak bu referans noktasının altına düştüğü zaman ise zarar etmiş olacak. Bu noktada hisse senedinin 5\$ arttığını varsayalım bu artış yatırımcıyı mutlu edecektir. Daha sonra hisse senedi yine 5\$ artmış olsun. Bu ikinci artış yatırımcıyı mutlu etsede birinci artış kadar mutlu etmeyecektir. Aynı şekilde üçüncü artış da ikinci artış kadar mutlu etmeyecektir. Bundan sonraki her artış yatırımcıyı yine mutlu edecek olmasına rağmen bir önceki artıştaki kadar mutlu etmeyecektir. Aynı durum zararda da mevcuttur. Yatırımcının ilk zarar ettiğiindeki üzüntüsü ikinci zarar edişinden çok daha fazla olacaktır. Böylece yatırımcı kazançlara ve kayıplara azalan bir duyarlılık göstermiş olacaktır.

Beklenti teorisine göre karar verme, düzenleme ve değerlendirme olmak üzere iki süreçten oluşmaktadır. Düzenleme safhasında teklif edilen gelecekteki beklentiler (prospects) birincil analizden geçirilerek daha basit bir gösterimde ifade edilmektedir. Değerlendirme safhasında ise düzenlenen gelecekteki beklentiler değerlendirilmekte, en yüksek değerli beklentiye belirlemek için her bir beklentiye değer verilmektedir. Bununla birlikte değer fonksiyonu bazı asimetrilere sahiptir. 1 doların değeri kazanç, kayıp veya diğer kazanç veya kayıpları izleyip izlemediğine göre değişmektedir (Bayar, 2012: 128).

Kahneman ve Tversky'e göre seçim sürecindeki birçok anomali düzenleme aşamasında yapılan hatalardan kaynaklanmaktadır. Karar verici, düzenleme aşamasından sonra düzenlenmiş her bir olasılığı değerlendirmekte ve bu değerlendirme sonucunda en yüksek kazanç getiren seçeneği seçmektedir.

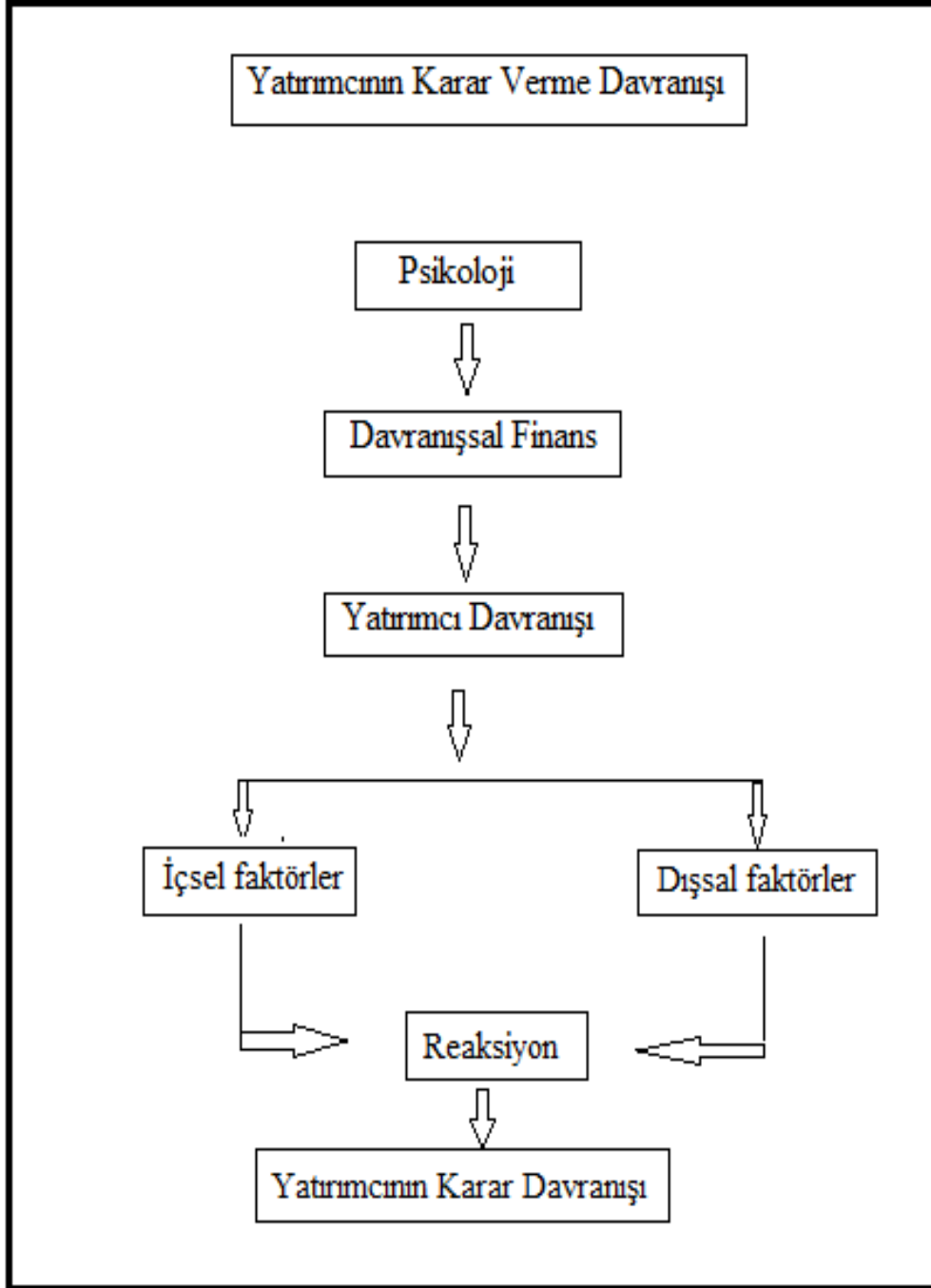
Sonuç olarak beklenti teorisi yatırımcıların karar verirken sınırsız rasyonellikten uzaklaştığını, belirli etkiler altında kaldığını bu etkiler doğrultusunda karar verdiğini savunmaktadır.

2.3. Yatırımcıların Rasyonel Karar Almasını Engelleyen Eğilimler

Davranışsal finans yatırımcıların karar verme sürecinde psikolojinin etkilerinin önemli olduğunu ve yatırımcıların karar verirken rasyonel davranmadığını ileri sürmekte ve bazı psikolojik etkilerin altında kalarak karar verdiğini söylemektedir. Son

zamanlarda yapılan çalışmalar yatırımcının yatırım sürecinde hangi etkiler altında kaldığını anlamaya yönelik olarak devam etmektedir.

Şekil 2.3. Yatırımcının Karar Verme Davranışı



Kaynak: Gazel, 2014: 6

Şekil 2.3. yatırımcının karar verme anında nasıl bir sürecin etkisi altında kaldığını göstermektedir. Yatırımcılar bu sürecin içerisinde karar verirken çeşitli

eğilimler sergilerler. Bu bölümde son yapılan çalışmalar ışığında bu eğilimlerin belli başlı olanlarına değinilecektir.

2.3.1. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi

İnsanlar genel itibariyle belirsiz durumlardan kaçınma eğilimi gösterirler. Belirli olan bir durumu, olayı, belirsiz olana tercih ederler. Örneğin insanlar bir ürün alırken daha önce bildiği kullandığı bir ürünü henüz bilmediği daha önce kullanmadığı bir ürüne tercih ederler. Ya da daha önce bildiği gittiği bir yolu daha kısa olduğu söylenen fakat bilmediği bir yola tercih ederler bunu da “en kısa yol bildiğin yoldur” klişesiyle mantığa bürümeye çalışırlar.

Rasyonel davranış varsayımı insanların rasyonel davrandığını kabul etmektedir. İnsanların rasyonel davranabilmeleri için doğru, tam ve kesin bilgiye sahip olması gerekir ki buda gerçek hayatta pek mümkün değildir. İnsanların hayatları pek çok belirsizlikle doludur. Örneğin yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı ülkenin sosyal ekonomik veya siyasi yapısı hakkında belirli bir fikir sahibi olmak isteyecektir ve buna göre yatırım yapacaktır. Bu alanlardaki belirsizlikler yatırımcının kararlarını doğrudan etkileyecektir.

Daniel Elsbeg (1969) 'in insanların belirsizlikten kaçınma belirli olanı tercih etme konusunda yapmış olduğu çalışma literatürde önemli bir yere sahiptir (Pompian, 2006: 130). Elsbeg (1961) yapmış olduğu çalışmada deneklere elindeki iki kutudan birincisinde 50 tane siyah ve 50 tane beyaz top bulunduğunu, ikincisinde ise topların renkleriyle ilgili bir bilginin bulunmadığını sadece 100 tane top olduğunu belirtmiş ve deneklerden bu kutulardaki beyaz veya siyah top çekme olasılığı üzerine iddiaya girmelerini istemiş. Sonuçta deneklerin büyük bir kısmının beyaz ve siyah top oranı belirli olan kutudan top çekmeyi ve buna göre iddiaya girmeyi tercih ettiğini gözlemlenmiştir.

Bunun nedeni deneklerin birinci kutudaki top sayısını ve bu kutudaki şanslarının %50 olduğunu bilmeleri, ikinci kutu için ise kutudaki siyah topların sayısının beyaz toplara göre daha fazla olabileceği ya da tam tersi beyaz topların sayısının siyah toplara göre daha fazla olabileceği ihtimali deneklerin zihninde belirsizlik yaratmış ve bu durum deneklerin birinci kavanozu tercih etmelerini sağlamıştır. Elsbeg bu durumu insanların belirsiz olandan kaçma eğiliminde oldukları şeklinde yorumlamıştır.

Finansal piyasalar açısından durumu ele aldığımızda ise insanların bilgi sahibi olduğu piyasalara yatırım yaptığını görmekteyiz (Pompian, 2006: 134). Bu belirsizlikten kaçınma eğilimi yatırımcıların bildikleri ya da daha önce yatırım yaptıkları hisse senetlerine yatırım yapma eğilimi göstermelerini sağlamaktadır. Bu da yatırımcıların portföy çeşitliliğini azaltmakta ve yatırımcı için olumsuz bir durum yaratmaktadır.

Amerika'da, 246 Amerikan şirketi üzerine yapılan çalışmada çalışanların emeklilik dönemlerinde en çok tercih ettikleri hisse senetlerinin kendi çalıştıkları şirketlerin hisse senetleri olduğu ve yaptıkları yatırımların % 42'sini kendi çalıştıkları şirket hisse senetlerinin oluşturduğu belirlenmiştir (Nofsinger, 2002: 67).

Günümüzde yatırımcıların, yatırım kararları verirken, gelişen iletişim ağı ve finans piyasaları sayesinde birçok ülkedeki şirketleri yatırım seçenekleri arasında değerlendirme olanağı olduğu halde genel itibariyle kendi ülkelerindeki şirketlere yatırım yapmayı tercih ettiği görülmektedir. Eğer ülke dışındaki bir şirkete yatırım yapmak konusunda kararlı ise yatırım yapacağı bu şirketin büyük çapta ve tanınmış olmasını tercih etmektedir. Bu konuyla ilgili olarak French ve Poterba (1991) yapmış oldukları çalışmada, Japonya'daki yatırımcıların %98'inin, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki yatırımcıların %94'ünün ve İngiltere'deki yatırımcıların %82'sinin kendi ülkelerine ait şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını tespit etmişlerdir.

Yapılan her tercih sonuç itibariyle risk ve belirsizlik içermektedir. Dolayısıyla yatırımcının vereceği her karar onun için bir risk ve belirsizlik yaratmaktadır. Yatırımcı bu risk ve belirsizliği ortadan kaldırmak içinde bilindik olanı tercih ederek belirsiz olandan kaçınma eğilimi gösterecektir.

2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Pişmanlık insanların yaşamları boyunca sıklıkla karşılaştığı bir olgudur. İnsanlar almış olduğu kararların beklenen neticeyi vermemesi durumunda pişmanlık duyarlar. İnsanlar hayatları boyunca birçok karar vermek zorunda kalırlar. Okul tercihi, meslek tercihi, eş tercihi gibi birçok konuda uzun uzadıya düşünerek karar verirler ve hayatları boyunca verdikleri bu kararların gölgesinde yaşamak durumunda kalırlar. Yapmış olduğu veya yapmamış olduğu bir tercih yüzünden ileride pişmanlık duyabilir. Dolayısıyla bu kararları alırken sonucunda pişmanlık duymamak için çok iyi düşünüp öyle karar vermeye çalışırlar.

Yatırımcılarda insan olmanın gereği olarak yapacakları yatırımlar sonucunda pişman olmamak için, pişmanlık duyacakları kararlardan kaçınma eğilimi gösterirler. Yatırımcılar daha önce verdiği kararlar neticesinde bir pişmanlık yaşamışsa yeni vereceği kararlarda pişman olmamak için daha az riskli yatırımlar yapmaya yönelecek buda yatırımcının daha az gelir elde etmesini sağlayacaktır.

Yapılan birçok çalışma yatırımcıların ellerindeki yüksek fiyatlı hisse senetlerini satmayı, düşük fiyatlı hisse senetlerini ise satmayı elde tutmayı tercih ettiklerini göstermektedir. Örnek verecek olursak hisse senedi kara ulaşmış bir yatırımcı elindeki hisse senedini hemen satmaya kalkışacak ve olası bir değer kaybında yaşayacağı pişmanlığı ortadan kaldırmaya çalışacaktır. Ya da tam tersi yatırımcının yatırım yaptığı hisse senedi zarar etmiş olsun. Yatırımcı kaybını telafi etmek için hisse senedini elinde tutacak ve ilerleyen zamanlarda daha çok zarar edecektir. Burada yatırımcının kazandıran hisse senedini hemen satması ve kaybettiren hisse senedini elinde tutmasının temel nedeni pişmanlıktan kaçınma duygusudur. Bu durum yatırımcının daha az kar veya daha fazla zarar etmesini sağlayacaktır.

Odeon (1998) yaptığı çalışmada, 1987-1993 yılları arasındaki 10.000 yatırım hesabını incelemiş ve yatırımcıların, kazanan hisse senetlerini erkenden elden çıkarıp sattıklarını ve bu hisse senetlerinin satışları takip eden yılda %2,5'un üzerinde kazandırdığını; kaybettiren hisse senetlerini satmadıklarını ve uzun süre elde tuttıklarını ve bu hisse senetlerinin de takip eden yılda piyasanın ortalama %1,6 altında performans gösterdiğini belirtmiştir. Bu durum bize yatırımcılardaki pişman olma duygusunun, yatırım kararlarını ve bunun sonucunda oluşacak kazanç ya da kayıp durumlarını doğrudan etkilediğini göstermektedir. Bunun içinde yatırımcılar pişman olmamak için temkinli davranırlar ve pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterirler.

2.3.3. Çerçeveleme Eğilimi

Beklenen fayda teorisi insanların karar verirken rasyonel davranacağı ve insanların genelinin belirli bir durumla ilgili aynı tavrı göstereceği varsayımını iddia etmektedir. Kahneman ve Tversky'nin (1979) ortaya koyduğu beklenti teorisi ise insanların belirli durumlara verdikleri cevabın algısal olarak değiştiğini ifade etmektedir. Beklenti teorisi insanlara yöneltilen sorunun soruluş biçimine yani çerçevesine göre insanların vereceği cevabın değişeceğini ortaya koymaktadır.

Olayların sunuluş şekli kişilerin karar davranışlarını etkilemektedir. Çerçevelemenin seçimlik duruma en çok bilinen etkileri kayıptan kaçınma ve azalan duyarlılıktır. Kazançların vermiş olduğu mutluluk, kayıpların vermiş olduğu üzüntüye oranla az etkili olduğu için, kayıplara ilişkin seçime dikkat çeken bir çerçeve, o seçimlik durumu daha az çekici kılacaktır. Benzer şekilde, kayıpları görelî olarak küçük göstererek azalan duyarlılığı gösteren bir çerçeve, seçimlik durumu daha cazip kılacaktır (Barak, 2006: 85).

Kahneman ve Tversky (1986) yapmış oldukları çalışmada deneklere aşağıda belirten problemleri farklı şekillerde sorarak çerçeveleme etkisini araştırmışlardır.

Soru: Amerika'nın 600 kişinin ölümüne neden olması beklenen nadir görülen bir Asya hastalığı ile karşı karşıya olduğunu düşünün. Bu hastalıkla savaşmak için iki farklı program değerlendirilmektedir. Programların sonuçlarının aşağıdaki gibi olduğunu varsayarsak hangisini seçersiniz?

- Program A uygulanırsa 200 kişi kurtarılacak
- Program B uygulanırsa 600 kişinin kurtulma olasılığı $1/3$ iken, hiç kimsenin kurtarılmama olasılığı $2/3$ 'tür

Soruya cevap veren 152 kişinin %72'si A programının uygulanmasını %28'i ise B programının uygulanmasını tercih etmiştir. Daha sonra problem değiştirilerek aşağıdaki gibi sorulmaktadır:

- Program C uygulanırsa 400 kişi ölecek.
- Program D uygulanırsa hiç kimsenin ölmeme olasılığı $1/3$, 600 kişinin ölme olasılığı ise $2/3$ 'tür

Bu durumda soruya cevap veren 152 kişinin %22'si C programının uygulanmasını , %78'i ise D programının uygulanmasını tercih etmiştir.

Aslında her iki problemde sonuç olarak aynı şeyi ifade etmesine rağmen birinci soru insanların kurtarılma algısı üzerinden sorulduğu için deneklerin büyük çoğunluğu program A' nın uygulanmasını ve 200 kişinin kurtarılmasını istemiştir. İkinci soru ise insanların ölme algısı üzerinden sorulduğu için deneklerin büyük çoğunluğu 400 kişinin ölmesini istemediği için program D'nin uygulanmasını tercih etmiştir. Sonuçta ölen insan ve kurtarılacak insan sayıları her durumda da aynı olmasına rağmen sorunun çerçevesi şekliinden kaynaklanan algısal farklılık yüzünden insanlar farklı tercihler

yapmışlardır. Buda durum bize insanların tercihlerinin olayları algılama biçimlerine göre değiştiğini göstermektedir.

Finansal piyasalar açısından da durum farklı değildir. Yatırımcılar kararlarını verirken finansal durumları algılamaları üzerinden yorumlamaktadırlar. Örnek verecek olursak iki farklı hisse senedini arasında seçim yapmak isteyen bir yatırımcıya “A” hisse senedinin %80 olasılıkla kazandıracağını, “B” hisse senedinin % 20 olasılıkla kaybettireceğini söylediğinizde, her iki hisse senedinin olasılığı matematiksel olarak aynı olmasına rağmen, “ A” hisse senedi kazanma üzerinden olumlu bir algı yarattığı için yatırımcı tarafından tercih edilecektir. Buda yatırımcının yatırım kararı verirken rasyonel davranmaktan öte, durumun çerçevesi biçiminden dolayı zihninde oluşturduğu çerçeveye göre karar verdiğini göstermektedir.

2.3.4. Çapa Atma Eğilimi

İnsanlar bilmedikleri ya da tam emin olamadıkları konularda kendilerine sorulan sorulara cevap vermeleri istendiğinde zihninde o konuyla ilgili geçmiş bilgilerini yoklar ve ona göre bir tahminde bulunur. Davranışsal finans alanında yapılan birçok çalışma insanların birtakım kararlar alırken geçmişten gelen bilgiler ışığında kararlar verdiğini göstermiştir.

Tversky ve Kahneman tarafından yapılan bir çalışmada bireylere ABD’de yaşayan Afrikalıların yüzdesi gibi çok basit ve cevapları yüzde şeklinde olan sorular sorulmuş. Her sorudan sonra bireylerin önünde üzerinde 1’den 100’e kadar sayılar yazılı bir çarkifelek döndürülmüş ve bireylerden kendi tahminlerinin gelen sayıdan daha büyük mü yoksa küçük mü olduğu sorulmuş. Yapılan çalışmanın sonucunda bireylerin, çarkifelekte çıkan sayıdan oldukça etkilendikleri gözlenmiştir. Çarkifelekte çıkan sayıların medyanı 10 olan grubun tahminlerinin medyanı 25 civarındayken, medyanı 65 olan grubun cevaplarının medyanı 45 düzeyindedir (Gürkan, 2009: 39-40).

Finansal piyasalar açısından da durum pek farklı değildir. Bir yatırımcıya 2012 yılının ortalama altın ons fiyatının ne kadar olduğu belirtilerek 2013 yılı ile ilgili tahmin yapması istendiğinde yatırımcının yapacağı tahmin 2012 yılı fiyatından ya biraz daha düşük ya da biraz daha yüksek olacaktır. Çünkü yatırımcı ona tahmininden önce verilen 2012 yılı fiyatını referans olarak kullanacak ve ona çapa atarak o değerinin etrafında bir değerlendirme yaparak tahminde bulunacaktır.

Çapa atma her zaman yararlı sonuçlar doğurmayabilir. Örneğin bir yatırımcı çok güvendiği bir yatırım uzmanının bir hisse senedi için yapacağı bir yorumdan etkilenerek ona göre bir davranış sergileyebilir. Fakat finansal piyasalar çok ani değişimler göstermekte olduğundan o uzmanın yapmış olduğu yorum geçersiz kalabilir ve bu yoruma çapa atan yatırımcıda bu durumu dikkate aldığında hayal kırıklığına uğrayabilir.

2.3.5. Zihinsel Muhasebe Eğilimi

Her işletmenin kendine özel muhasebe hesapları olduğu gibi insanların kendine özgü zihinsel muhasebe sistemleri vardır. İnsanlar finansal kararlar verirken bu zihinsel muhasebe sistemleri ile birtakım hesaplar yaparlar. Örneğin bir mağaza vitrininde güzel bir ceket görüp fiyatını soran bir insan, önce ceketin fiyatının uygun olup olmadığını değerlendirir, daha sonra ise bu ceketi almanın gerekli olup olmadığı ya da bu ceketi aldığı takdirde ilerleyen günlerde ekonomik sıkıntı yaşayıp yaşamayacağını hesaplamak durumunda kalır. Fakat eğer o ceketi hediye olarak almak istiyorsa insanlar bu hesapları yaparken daha esnek olabilirler.

Thaler (1999) yaptığı çalışmada bir grup deneye 30\$ vermiş ve ardından bu gruba şu teklifi sunmuştur. Bu teklife göre denekler isterlerse yazı tura atılacak ve paranın gelen yüzünü doğru tahmin eden 9\$ kazanacak, yanlış tahmin yapan kişi ise 9\$ kaybedecektir. Bu yapılan teklifi, grubun %70'i kabul ederek şanslarını denemişlerdir.

İkinci bir gruba sunulan teklif ise atılacak yazı tura sonrasında deneklere eğer doğru tahmin yaparlarsa 39\$ kazanacakları, yanlış tahmin yaparlarsa 21\$ kaybedecekleri, eğer isterlerse hiç tahmin yapmadan 30\$ alıp gidebilecekleri belirtilmiştir. Bu denek grubunda ise şansını deneyenlerin oranı %34 olmuştur. Sonuç itibarıyla iki teklifte aynı şeyi ifade etmesine rağmen deneklerin kendi zihinlerinde yaptıkları muhasebe onlara birinci teklifin olumlu ikinci teklifin olumsuz olduğunu ifade etmiştir (Thaler, 1999: 188).

Kahneman ve Tversky (1984) yapmış olduğu bir çalışmada deneklere aşağıdaki soruları yöneltmiştir;

- Tiyatro izlemek için salona gittiniz ve bilet almak için paranızı çıkarırken tiyatro bileti ile aynı miktarda (40\$) paranızı kaybettiğinizi fark ettiniz. Cebinizde bilet alacak paranızın olduğunu kabul ederek yine bilet alır mıydınız?

- Tiyatro seyretmek için bir bilet aldınız (40\$) ve tiyatro salonuna vardığınızda bileti kaybettiğinizi fark ettiniz. Tekrar yeni bir bilet alıp tiyatroyu izler miydiniz?

Denekler birinci sorulan soruya büyük çoğunlukla evet ikinci soruya ise büyük çoğunlukla hayır cevabını vermişlerdir. Finansal açıdan baktığımızda her iki durumda da kayıp aynı olduğu halde denekler farklı tutum sergilemişlerdir. Birinci durumda denekler verecekleri parayı zihnindeki genel hesabından kaybettiklerini düşündükleri için bilet almakta hiçbir sakınca görmemektedirler. Fakat ikinci durumda alınacak ikinci biletin zihnindeki genel hesaptan değil de bilet hesabından çıkacağını ve biletin maliyetinin iki kat artacağını düşündükleri için ikinci bileti almayı kabul etmemişlerdir.

Görüldüğü gibi insanlar zihinlerinde farklı hesaplar barındırırlar ve bu hesapların muhasebelerini de ayrı ayrı yaparlar. Örnek verecek olursak insanların nakit harcama yaparken kendilerine ayırdıkları limit ile kredi kartı ile harcama yaparken ayırdıkları limit aynı değildir. İnsanlar nakit harcamalarda kredi kartı ile yapılan harcamalara göre daha düşük bir limit kullanmaktadırlar.

Kredi kartı ve nakit para kullanımı üzerine yapılan bir çalışmada açık artırmayla Boston Celtics takımının biletleri satılmıştır (Prelec ve Simester, 2001: 6) Açık artırmaya katılan grubun yarısına kazandıkları takdirde nakit ödeme yapma durumunda oldukları belirtilmiş, diğer yarısına ise ödemeyi kredi kartıyla yapabilecekleri söylenmiştir. Açık artırma sonucunda kredi kartıyla ödeme yapabilecek olanların, nakit ödeme yapmak durumunda olan açık artırmacıların yaklaşık iki katı fazla teklifler verdikleri tespit edilmiştir. Bu çalışma da insanların nakit parayla kredi kartını kendi zihinsel muhasebelerinde aynı sınıfa koymadıklarını göstermektedir (Sönmez, 2010: 58).

İnsanlardaki bu zihinsel muhasebe yatırım kararlarını da doğrudan etkilemektedir. Markowitz'in portföy kuramı çeşitlendirme yapılarak riski azaltmayı öngörmektedir. Bunu yaparken de yatırımlar arasındaki korelasyonun sağlanması ve bunun paralelinde portföy riskini azaltmayı öngörmektedir. Fakat yatırımcılar zihinsel muhasebe süreçleri nedeniyle bu korelasyonu sağlamakta zorluk çekerler. Yatırımcılar her bir yatırım için zihinlerinde ayrı ayrı hesaplar açarak ona göre işlem yapmayı tercih

ederler buda portföy çeşitlendirmesini sağlayacak ve riskin azaltılmasına yardımcı olacak yatırımlar arası korelasyonu sağlamayı güçleştirecektir.

Örnek verecek olursak yatırımcı daha önce iyi kazandıran bir hisse senedine yine yatırım yapma eğiliminde olacaktır ve portföy oluştururken bu hisse senedini de portföye dahil edecektir. Fakat bu hisse senedinin diğer yatırımlarla korelasyonuna dikkat etmeyecektir. Bu durum oluşacak portföyün görünürde çeşitlendirildiği yanılgısına kapılıp aslında yatırımlar arası korelasyon hesaba katılmadığı için risk düzeyi yüksek bir portföy olma ihtimalini artıracaktır.

Sonuç olarak yatırımcıların zihinsel muhasebelerinde farklı hesapları farklı yerlere oturtması bu hesapların birbiriyle olan ilişkilerini göz ardı ederek yatırımlar arasındaki korelasyonu sağlayamaması yatırımcının zarara uğramasına ve beklenen karı elde edememesine neden olacaktır.

2.3.6. Sürü Psikolojisi

İnsanlar sosyal varlıklar olduklarından yaşadıkları çevrenin etkisinde kalırlar ve yaşamlarındaki bazı kararları alırken de farkında olarak veya olmayarak bu sosyal çevreden etkilenmiş olurlar. Örneğin bir araba almaya karar veren bir kişi bu kararını yakın çevresindeki insanlarla paylaştığında alacağı model ile ilgili yakın çevresinden olumsuz tepkiler alınca büyük olasılıkla bu karardan vazgeçme eğilimi içerisine girebilir. Ve yahut çevresindeki insanların herhangi bir araba modeliyle ilgili söylemleri üzerine farkında olmadan o araba modeli için bilinçaltında olumlu ya da olumsuz düşünceler beslemektedir.

Bir yatırımcı yatırım yaparken sosyal çevreden etkilenmektedir. Örneğin bir hisse senedi hakkında olumlu bir düşünceye sahip yatırımcı piyasadaki diğer yatırımcıların kendisinden farklı düşündüğü bir ortamda o hisse senedini almakta tereddüt edebilir ve bu karardan vazgeçebilir. Ya da tam tersi olarak kendisinin yatırım kararı vermediği fakat çoğunluğun yatırım kararı için uygun gördüğü bir hisse senedini çoğunluğa uyarak alabilir. Özellikle günümüzde bilgi kaynaklarına ulaşmanın ve iletişimin çok kolaylaşmasının ardından yatırımcılar çok rahat bilgi sahibi olabilmekte ve yatırımlarını bu bilgiler ışığında yapabilmektedir.

11 Nisan 1997'de The Financial Times'ın, Czech Value Fund'ın batık bir şirketin hisse senetlerine yatırım yaptığı haberini yayımlaması üzerine, CVF

kısaltmasına sahip hisse senedinin fiyatı yüksek işlem hacmiyle birlikte %32 oranında düşmüştür. Ancak, CVF kısaltmasının Czech Value Fund'ın değil aslında Castle Convertible Fund'ın olduğu anlaşıldığında fiyat tekrar eski düzeyine gelmiştir. Sürüye uymanın bedeli düşük fiyatlardan satım yapanlar için ağır olmuştur (Nofsinger, 2002: 73).

Örnekte görüldüğü gibi yatırımcılar gazeteden elde ettikleri bilgiyi yanlış değerlendirme yapınca ve sürü psikolojisiyle hareket edince zarar etmişlerdir. İşte bu şekilde yatırımcının kendi bilgi, birikim ve deneyimlerinin yerine, piyasadaki çoğunluğa uyma eğilimi gösteren davranışına sürü davranışı denir. Genel olarak iki tür sürü davranışı vardır:

- Rasyonel sürü davranışı
- İrrasyonel sürü davranışı

2.3.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı; kendi kararıyla bilinçli olarak kendine yarar sağlamak için sürüye katılan yatırımcıyı ifade etmektedir. Finansal piyasalarda rasyonel sürü davranışının varlığına ilişkin çeşitli nedenler öne sürülmektedir. Bu nedenlerden başlıca olanları bilgi eksikliği, saygınlık kaygısı ve ücret yapılarıdır.

Yatırımcılar kendi ellerindeki bilginin eksik veya yanlış olduğunu düşündüğünde kendi bilgilerini kullanmak yerine başkasının bilgilerini kullanmayı tercih edecektir. Banerje (1992)'ye göre birey kendinden önceki bireyin davranışlarını gözlemleyerek bilgiye ulaşır. Banerjee (1992) modelini bir restoranın kalitesine ilişkin, eksik bilgiye sahip her bir bireyin iki restorandan hangisinin daha iyi olduğunu belirleme çabaları örneği ile göstermektedir. Buna göre ilk birey kendi sinyalini izlemektedir. Ondan sonra gelen bireyler ise kendinden önce gelen bireylerin sinyallerini izleyerek kendi sinyallerini reddedebilmektedir. Yani ilk seçimi yapan birey, diğer bireylerin kararlarında etkili olabilmektedir (Döm, 2003:138).

Finansal piyasalarda fon yöneticileri mutlak performanslarından ziyade, karşılaştırmalı performansları ile değerlendirilmektedir. Bu relatif bakış açısı ise fon yöneticilerinin diğerlerini taklit etmesini meydana getirmektedir. Ücreti bir diğer fon yöneticisinin elde ettiği performansa bağlı olan yönetici, gerek ücret kaybı gerekse itibar

kaybı kaygısıyla diğerlerini taklit etme eğilimindedir. Bu durum ise benzer hale gelen fon performanslarını ve beraberinde sürü davranışlarını doğurmaktadır (Ede, 2007: 98).

2.3.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı

İrrasyonel sürü davranışı yatırımcının ekonomik nedenlerin dışında psikolojik nedenlerden ötürü sergilediği davranışlar olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcı kendi kararıyla grubun kararının uyuşmadığı durumlarda kendi başına kalmak yerine gruba uyma eğilimi göstermektedir. Bunun altında yatan neden yatırımcının gruptan dışlanma korkusudur. Yatırımcı böyle bir durumda kendi bilgisine güvenmek yerine çoğunluğun kararına uygun davranmanın daha doğru olacağını düşünmektedir. Böylelikle kendi kararını uygulayıp olası bir zarar durumunu göze almak yerine, çoğunluğun kararını uygulayıp bu kararın sonunda zarar etse bile çoğunluğun da aynı zararı yaptığı gerekçesiyle psikolojik olarak kendini rahatlatma yoluna gitmeyi tercih edecektir.

Ash (1951) insanlar üzerindeki sosyal baskıyı incelediği çalışmasında bir deneği 7 ya da 9 kişiyle birlikte diğer kişiler deneğin arkadaşı olmak üzere yan yana yuvarlak bir masa etrafında oturtmuş ve değişik sorular sorarak cevaplar istemiştir. Yapılan denemelerde deneklerden bazen bilerek yanlış cevap vermeleri istenmiş ve bu durumda asıl deneğin nasıl bir davranış sergileyeceği incelenmiştir. Buradaki amaç deneğin sosyal baskıya yani grup baskısına maruz kalıp kalmadığını tespit etmektir.

Ash'ın deney sonucuna göre deneklerin 1/3'ü doğru cevabı bildiği halde grubun etkisi altında kalarak yanlış cevap vermiştir. Ayrıca deneklerin %75'i en az bir kere gruba uyum davranışı göstermiştir. Burada kişi doğru cevabı bilmesine rağmen kendi cevabıyla grubun cevabı arasında oluşan çelişkiden dolayı sıkıntıya düşmüştür. Kendi cevabının doğruluğuna büyük oranda inanmasına rağmen grubun dışında kalmamak ve grubun tepkisinden çekinerek grup ile uyumlu davranış sergilemiştir.

2.3.7. İyimserlik Eğilimi

Yapılan birçok araştırma insanların genel anlamda bir iyimserliğe sahip olduğunu göstermiştir. İnsanlar bu iyimserliği hayatlarının her alanında uygulamaya koymuşlardır. Günümüzde insanlar şans oyunlarına ciddi bir rağbet göstermekte ve bu oyunlardan paralar kazanabileceği umuduyla ciddi paralar harcamaktadır. Örnek verecek olursak her yılbaşından önce insanlar yılbaşı bileti satın almakta ve gerçekte

çok çok küçük olasılıkta olmasına rağmen büyük ikramiyenin kendine çıkabilme ihtimaline çok iyimser yaklaşmaktadır.

Pompian (2006)'a göre iyimserlik gösteren bireyler aşağıda belirtilen davranış özelliklerini sergilerler.

- İyimserlik önyargısı yatırımcıların kendi şirket hisseleri ile aşırı yüklemelerine sebebiyet verir çünkü bu önyargılar yatırımcıların diğer şirketlerin kendi yatırım şirketlerinden daha fazla sıkıntılı dönem geçireceğini düşünürler. Ayrıca, çalışanlar işverenlerin hisselerine daha fazla güven duyarlar dolayısıyla buraya yatırım yapmanın başka bir yere yatırım yapmaktan daha az riskli olduğunu düşünürler ve bu nedenle daha konforlu ve iyimser hissederler.
- İyimserlik önyargısı yatırımcıların piyasa ortalamasında getiri sağladıklarını düşünmelerine sebep olur, aslında enflasyon, komisyon ve vergileri de göz önünde bulunduklarında bunlar karı azaltır ve uzun dönemde getiriye azaltır.
- İyimserlik önyargısı yatırımcıların şirket raporları, kazanç tahminleri gibi şirket tarafından hazırlanan tozpembe raporları okumaları onlara toz pembe bir bakış açısı sağlar. Ek olarak, yatırımcılar piyasadan veya yatırımlarından iyi haber almayı tercih ederler ve pesimizden çok iyimserliğe yatkın olurlar.
- İyimserlik önyargısı yatırımcıların, daha iyimser baktıkları için, kendilerini ortalama yatırımcılardan daha yukarıda görmelerini, ya da hayatın diğer alanlarında da, araba sürme veya sosyal yetenekler gibi, ortalamanın üstünde olduklarını düşünürler.
- İyimserlik önyargısı yatırımcıların, kendi coğrafik bölgelerine yakın alanlarda yatırım yapmalarına sebep olabilir. Çünkü kendi coğrafik bölgeleri ile ilgili yersiz bir iyimserliğe sahip olabilirler (Pompian, 2006:167).

Weinstein (1980) yaptığı çalışmada “İnsanlar, olumlu olayların başkalarından ziyade kendi başlarına geleceğine inanırken, olumsuz olayların kendilerinden ziyade başkalarının başına geleceğine inanmaktalar” hipotezini test etmeye çalışmıştır. Çalışma sonucunda hipotezi destekleyen kanıtlara ulaşılmıştır.

Finansal piyasalar açısından bakıldığında durum farklı değildir. Yatırımcılar kendi yatırım yaptıkları hisse senedi v.b. enstrümanlar için iyimser tahminler sergileme eğilimindedirler. Bu iyimserlik yatırımcıyı rasyonellikten uzaklaştırmakta, yatırımcının

yapılan yatırımın olumsuz taraflarını görmemesine ve ilerde hayal kırıklığına uğramasına neden olmaktadır.

Gallup tarafından Mayıs 2001’de ABD’deki bireysel yatırımcılar arasında yapılan bir ankete göre, yatırımcılar gelecek 12 ayda borsanın getirisinin ortalama olarak %10,3 kendi portföylerinin getirilerinin de %11,7 olacağını tahmin etmişlerdir. Yapılan tahminler gerçekleşen getirilerin yaklaşık %3 üzerindedir (Statman, 2002: 15).

Yapılan araştırmalar finansal analistlerin şirketlerin gelecek tahminler için iyimser olduklarını ortaya koymuştur. Bunun nedeni olarak analistlerin şirketle olan bağlarını zayıflatmak istememesi, şirketler tarafından analistlere karşı oluşabilecek olumsuz önyargıların önüne geçilmesi gibi nedenler sayılabilir.

Ashton ve Cianci (2007) alış yönlü analistler ile satış yönlü analistlerin yaptığı tahminleri kıyaslayan çalışmalarında, satış yönlü analistlerin alış yönlü analistlere kıyasla daha iyimser tahminlerde buldukları sonucuna ulaşılmıştır..

Puri ve Robinson (2007) iyimserliğin ekonomik kararları etkileyip etkilemediğini inceledikleri çalışmalarında iyimserliğin birçok ekonomik kararı etkilediğini ortaya koymuşlardır

2.3.8. Muhafazakarlık Eğilimi

İnsanlar doğası gereği yeniye kabullenmekte zorlanmakta olup eskiyi yani var olanı muhafaza etme eğilimi gösterirler. İnsanlardaki bu eğilime muhafazakarlık eğilimi denir. İnsanlar yeniye karşı bir direniş sergilemekte ve yeni olanı kabullenmede oldukça zorlanmaktadır. Zira toplumlardaki değişim süreçleri insanların bu yeniye karşı direniş ve eskiyi muhafaza etme eğilimi yüzünden hep sıkıntılı olmuştur. İnsanlar yeniye kolay kolay kabullenememekte ancak zamanla alışabilmektedir.

Finansal piyasalar açısından da muhafazakarlık eğilimi önem taşımaktadır. Yatırımcılar yatırım kararları verirken muhafazakar davranabilmekte bunun sonucunda da zarar edebilmektedir. Yapılan bir çok çalışma muhafazakar bir eğilime sahip yatırımcıların yeni bilgiyi ya dikkate almadıklarını ya da dikkate alsalar bile uygulama yaparken bu bilgiler ışığında yatırım kararlarını düzeltme konusunda yeterince hızlı davranmadıklarını göstermektedir.

Pompian (2006) ‘a göre yatırımcıların yeni bilgiyi analiz edip yorumlamaları ve bu yorumları kararlarına yansıtma olmaları oldukça zordur ve yatırımcı bu zorluğun yerine

kendisine çok daha kolay gelen eski görüşlerine bağlı kalmayı tercih etmektedir. Pompian (2006)'a göre muhafazakar bir insan aşağıdaki eğilimleri sergiler:

- Muhafazakarlık eğilimi yatırımcıların bir görüşü sahiplenmesini ve o görüşe sınıksız bağlanmasına yol açar. Böylelikle yatırımcı yeni bir bilgi elde ettiğinde o bilgiyi kabullenmek istemez.
- Muhafazakar eğilimli yatırımcı elde ettiği yeni bilgilere karşı harekete geçse bile bu genellikle yavaş bir şekilde gerçekleşmektedir. Örneğin kazanç duyuruları bir hisse senedinin değerini düşürüyorsa, yatırımcı bu hisse senedini satmakta yavaş davranabilir.
- Muhafazakarlık eğilimi yeni bilginin işlenmesinde önemli zorluklar yaşanmasına neden olmaktadır. Çünkü İnsanlar karmaşık bilgilerle karşı karşıya kaldığında zihinsel baskı yaşadıkları için, eski düşünceye bağlı kalmak insanlar için kolay bir seçenek olmaktadır (Pompian, 2006: 123)

Örneğin bir yatırımcı daha önceden olumlu görüşlere sahip olduğu bir şirket ile ilgili olumsuz bir haber geldiğinde muhafazakar eğiliminden dolayı bunu önemsemeyebilmekte ve böylece yeni duruma uygun davranmamakta ya da geç kalmaktadır. Bunun sonucunda da zarar edebilmektedir. Bu tür zararlara uğramaması için yatırımcının kendine ulaşan bilgiyi hemen dikkate alması doğru yorumlaması ve bu bilgiler ışığında yatırım kararlarını tekrar gözden geçirmesi gerekmektedir. Aksi halde beklemediği şekilde zarara uğrayabilir.

2.3.9. Temsilîyet Kısa Yolu

İlk olarak Kahneman ve Tversky tarafından ortaya konan temsilîyet kısa yolu yatırımcıların yargıya varırken en son, en fazla göze çarpan ve sıra dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesi ve dağılım popülasyonunun istatistiki özelliklerini göz ardı etme eğilimidir (Barbaris ve dig. 1998).

Kahneman ve Tversky (1982) yaptıkları çalışmada insanların temsilîyet kısa yolunu şu örnekle ortaya koymuştur:

Linda 31 yaşında, bekar ve hoş bir kadındır. Felsefe okumuştur. Öğrenciyken ayrımcılık ve sosyal adalet konularına özel ilgi duymuş ve anti-nükleer gösterilere katılmıştır. Bu bilgiler ışığında deneklere aşağıdaki A ve B seçeneklerinden hangisinin doğru olma olasılığı en fazladır sorusu sorulmuştur

A: Linda bir bankada gişe memurudur.

B: Linda bir bankada gişe memuru ve feminist harekette aktiftir.

Deneklerin büyük çoğunluğu “B” seçeneğinin doğru olma olasılığının daha fazla olduğunu söylemişlerdir. Hâlbuki matematiksel olarak “A” seçeneğinin doğru olma olasılığı B seçeneğinin doğru olma olasılığından daha fazladır. Fakat soruda yapılan tanımlama deneklerin Linda hakkında feminist bir bayan olduğu düşüncesine kapılmalarını sağlamış ve yanlış cevap vermelerine neden olmuştur. Örnekte görüldüğü gibi insanlar olayların olasılıklarını hesaplarken zihninde yerleşmiş düşüncelerin etkisi altında kalabilmekte ve bunun sonucunda yanlış kararlar verebilmektedir.

Kahneman ve Tversky (1982) tarafından yapılan bir başka deneyde; deneklere, mühendisler ve avukatlardan oluşan bir grubun dağılımının birinci durumda % 70 oranında avukat % 30 oranında mühendis ikinci durumda %70 oranında mühendis % 30 oranında avukattan oluştuğu söylenmiştir. Daha sonra bir bireyin tanımı yapılarak gruptan rastgele seçilen bir bireyin özet olarak kişilik açıklaması verilmiştir:

- Dick, 30 yaşında bir adamdır, evlidir ve çocuk sahibi değildir. Kabiliyetli ve gelecek vaat eden bir kişidir. Çalışma arkadaşları tarafından çok sevilmektedir.

Deneklere bu bilgi çerçevesinde yapılan açıklamanın bir avukata mı yoksa bir mühendise mi ait olduğu sorulmuştur. Deneklerin % 50 si avukat %50 si de mühendis cevabı vermiştir (Kahneman ve Tversky,1982: 64). Denekler burada seçilen kişi için yapılan tanımlamanın mühendis veya avukat özelinde yapılmadığını genel bir tanımlama yapıldığını düşündükleri için kişinin avukat ya da mühendis olma ihtimalini eşit görmüşlerdir. Halbuki başlangıçta verilen temel oranlar dikkate alınmamış sadece seçilen kişi için yapılan tanımlama dikkate alınmış ve böylelikle yanlış cevap verilmiştir.

Temsiliyet kısa yolu insanlarda bir veri grubunun küçük bir örnekleminin o grubu doğru temsil ettiğini varsayımına yol açar. Bu kanun istatistikteki büyük sayılar kanununun tersidir. Büyük sayılar kanuna göre bir örneklemin bir grubu yeterince doğru temsil edebilmesi o örneklemin yeterince büyük olması gerekmektedir Yapılan birçok çalışma göstermiştir ki bir veri grubunu yeterince temsil etmeyen bir örneklemden yola çıkarak o grup ile ilgili çıkarımda bulunmak yanlış sonuçlar doğurmaktadır. Buna Psikolojide “küçük sayılar kanunu” denir.

Kahneman ve Tversky yapmış oldukları çalışmada deneklere biri küçük biri büyük iki hastanedeki bir yıl içerisindeki doğan çocukların yaklaşık % 50 oranında erkek olduğunu belirtmiş ve iki hastanedeki doğan çocukların % 60'ından fazlasının erkek olma ihtimaliyle ilgili bir soru yöneltilmişlerdir. Deneklerin çoğu iki hastanenin de aynı olasılığa sahip olduğunu belirtmişler. Halbuki büyük hastanedeki olasılığın küçük hastaneye göre daha düşük olması gerekmektedir. Çünkü büyük hastanedeki hasta sayısı örnekleme daha doğru temsil edeceğinden zamanla ortalamaya yani %50'ye yaklaşacaktır fakat küçük hastanedeki hasta sayısı örnekleme yeterince doğru temsil edemeyeceğinden ortalamadan büyük çıkması daha olasıdır (Kahneman ve Tversky, 1974: 1125).

Finansal piyasalar açısından ele aldığımızda ise yatırımcılarda yukarıda verilen örneklerdeki temsiliyet etkisinden kaynaklanan hatalar sıkça görülmektedir. Yatırımcılar hisse senedi alırken finansal piyasalara bakarak karar vermeye çalışırlar. Örneğin inşaat sektörü durgun olan bir ülkedeki yatırımcı hisse senedi alırken inşaat sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin hisse senedini almayı tercih etmeyecektir. Halbuki sektördeki durgunlukla şirket hisselerini durumu arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Buna rağmen yatırımcı sektör ile hisse senedini birbiriyle alakalı olarak düşündüğünden inşaat şirketinin hisse senedini almak istemeyecektir.

Başka bir örnek verecek olursak bir hisse senedinin son 3 aylık dönemdeki değişimini inceleyen bir yatırımcı bu hisse senedinin son 3 aydaki kazanç ve kaybetme durumunu yorumlayarak bunun sonucunda bir karar verdiğinde bu 3 aylık dönem çok kısa bir süre olacağı ve hisse senedinin fiyat değişimini doğru temsil etmeyeceği için yatırımcıyı büyük olasılıkla zarara uğratacaktır. Burada yatırımcı küçük bir örneklemin hisse senedi hakkında yeterli bilgiyi gösterdiği yanlına düşerek beklediği durumun tam tersi bir durumla karşılaşabilir. Bu nedenle yatırımcının yatırım kararını verirken hisse senedinin uzun süreli fiyat değişimini incelemesi yararına olacaktır.

Yatırımcılar çoğunlukla, bir işletmenin geçmişteki olumlu performansının gelecekte de devam edeceğine inanırlar. Temsiliyet etkisinden kaynaklanan bu inanç yatırımcılarda aykırı olan bilgilerin(uyumlu olmayan) reddedilmesine neden olmaktadır. Oysa iyi işletmelerin sonsuza kadar iyi işletmeler, kötü işletmelerinde sonsuza kadar kötü işletmeler olarak kalması mümkün değildir (Döm, 2003: 50).

Yatırımcılar zihinlerinde iyi işletmeler olarak tanımladığı şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Şirketin geçmişteki iyi performansı yatırımcının bu şirket hakkında gelecekte de iyi performans göstereceği algısına neden olmaktadır. Yatırımcı bu algı yüzünden zarara uğrayabilir. Bu duruma örnek olarak De Bont ve Thaler' in (1993) yaptığı çalışma gösterilebilir. De Bondt ve Thaler yaptıkları çalışmada Ocak 1933 ve Aralık 1980 yılları arasında 3 yıllık dönemlerde kazanan ve kaybeden portföyler oluşturulmuşlar. Kaybeden portföyler, portföy oluşturulduktan 36 ay sonra piyasadan ortalama %19,6 daha iyi performans gösterirken, kazanan portföyler piyasadan %5 daha az getiri sağlamışlardır.

2.3.10. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Kısa Yolu

İnsanlar bir olayın gerçekleşme olasılığını değerlendirirken zihinlerindeki algılardan yararlanarak değerlendirme yapmaktadırlar. İnsanlar bu değerlendirmeyi yaparken o olayın zihnindeki yansımalarının kolay hatırlanıp hatırlanmadığına bakarak olayın gerçekleşme olasılığı hakkında yorum yaparlar. Yani bir olay insanların zihninde ne kadar yer etmişse insanlar o olayın gerçekleşme ihtimalinin o kadar çok olduğunu düşünürler.

Psikologlar yargıda bulunurken ve kararlar alırken insanların dikkat çeken, çarpıcı ve çabuk hatırlanabilir bilgiye aşırı ağırlık verdiğini ortaya koymuşlardır. Eğer herhangi bir şey akla çabuk geliyorsa, insanlar onun çok yaygın olduğunu düşünmektedir. Çünkü çok sık gerçekleşen olayların genellikle kavranması ve hatırlanması nadir görülen olaylara kıyasla daha kolay olmakta ve çoğu zaman en uygun ipucu olarak gözükmektedir. Bununla birlikte, nadir görülen olayların gerçekleşmesi algılanan riski de etkilemektedir(Döm, 2002: 46).

Tversky ve Kahneman yaptıkları bir çalışmada deneklere İngilizcede “r” harfinin kelimelerin birinci veya üçüncü sırasında yer alma sıklığını sormuşlardır. Deneklerin büyük bir çoğunluğu “r” harfinin birinci sırada olma sıklığının daha fazla olduğunu belirtmişlerdir. Halbuki İngilizcede “r” harfinin üçüncü sırada olduğu kelime sayısı birinci sırada olduğu kelime sayısının neredeyse iki katıdır. Burada denekler zihinlerinde “r” harfi ile başlayan kelimeleri daha kolay hatırladıkları için böyle bir yanılığa düşmüşlerdir (Fox, 2006: 86).

Pompian'a göre mevcudiyet kısa yolunun yatırımcılar üzerinde 4 tür etkisi bulunmaktadır. Bunlar; erişilebilirlik, sınıflandırma, kısıtlı deneyim olanağı ve rezonanstır (Pompian, 2006: 65).

Erişilebilirlik: İnsanlar zihinlerinde kolay erişebildiği bilgiye daha fazla güven duyarlar. İnsanlar, bir olayın gerçekleşme olasılığını tahmin ederken, ya da herhangi bir olayla ilgili bir karar vermeden önce hafızada kolayca hatırlanan, sıcak ve çarpıcı olan olayların gerçekleşme ihtimalini yüksek görmektedirler.

Finansal piyasalar açısından düşünürsek yatırımcı iki şirket hisse senetleri arasında tercih yaparken zihninde kolay erişebildiği şirketi tercih edecektir. Örneğin "A" ve "B" şirketlerinin hisse senetleri arasında yatırım tercihi yapacak bir yatırımcı "A" şirketinin ismini daha çok duyduğu için zihninde daha kolayca erişebilecek ve bu şirkete yatırım yapma eğiliminde olacaktır. Buda yatırımcının objektif bir tercih yapmasını engelleyecektir.

Sınıflandırma Etkisi: İnsanlar belirli durumlar altında karar verirken zihinlerinde yapmış oldukları sınıflandırmadan yararlanmaktadırlar. Örneğin karadeniz yemeklerinin güzel olduğunu düşünen bir insan bir lokantada yemek yemek istediği zaman genelde tercihini karadeniz yemeklerinden yana kullanacaktır.

Finansal piyasalar açısından da durum farksız değildir. Yatırımcı kafasında olumlu olarak sınıflandırdığı hisse senetlerine yatırım yapma eğilimi içerisinde olacaktır. Yatırımcıyı kendi zihnindeki sınıflandırmada olumsuz olan bir hisse senedine yatırım yaptırmak oldukça zordur. Örneğin gıda sektöründeki şirketlerin hisselerinin çok kazandırmadığına inanan bir yatırımcı bir gıda şirketinin hisse senetlerini almayı düşünmeyecektir. Böylelikle yatırımcı kendi zihninde sınıflandırdığı hisse senetlerinin ya da pazarların dışına çıkmayarak bu pazarların imkanlarından yararlanma fırsatını kaçıracaktır.

Kısıtlı Deneyim Olanağı Etkisi: İnsanlar birtakım kararlar verirken kendi yaşantılarından tecrübelerinden yararlanırlar. Örneğin meslek tercihi yapacak bir bireye mesleğinden çok memnun olan bir insan kendi mesleğini tercih etmesini tavsiye edecektir. Halbuki aynı meslekten olup farklı beklentileri olduğu için bu mesleği sevmeyen bir çok insan mevcut olabilir. Buradaki temel sıkıntı insanların olaylara geniş bir perspektiften bakmaması kısıtlı tecrübeleriyle yaklaşmalarıdır.

Finansal piyasalar açısından bakıldığında yatırımcı daha önceki tecrübelerine dayanarak yatırım yapmayı tercih edecektir. Fakat yatırımcının kısıtlı bir tecrübesi varsa ve yatırım kararı alırken iyice araştırmadan sadece kendi kısıtlı tecrübesiyle bir karar verirse bu durum ona olumsuz yansımaya sebep olacaktır. Kısıtlı tecrübeye sahip bir yatırımcının yatırım ile ilgili alacağı kararlar geniş bir tecrübeye sahip yatırımcının alacağı kararlara oranla daha çok risk taşıyacaktır.

Rezonans Etkisi: İnsanlar belirli durumlar ile ilgili yorumlar yaparken kendi bireysel tercihleri ışığında karar verme eğiliminde ve buna göre yorum yapmaktadırlar. Finansal piyasalar açısından da durum farklı değildir. Spor şirketlerinin hisselerine yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı öncelikle kendi tuttuğu takımın hisse senetlerine yatırım yapma eğilimi içerisinde olacaktır. Rakip takım hisse senetleri daha karlı olsa bile bunları tercih etmeyecektir. Buda yatırımcının ön yargılı düşünmesine neden olacak ve yatırımcı açısından iyi bir karar olmayacaktır.

2.3.11. Aşırı Güven Eğilimi

Psikoloji ve finans alanında yapılan birçok çalışma insanların genel olarak kendi yeteneklerine, bilgilerine ve tahminlerine aşırı güven duyduklarını göstermiştir. Bu aşırı güven insan hayatının her noktasında kendini göstermektedir. Aşırı güven insanların karar verme süreçlerini etkilemekte olabilecek olumsuzlukları görebilmesini engellemektedir. Miller ve Ross (1975) insanların başlarına gelen olumlu durumları kendilerine olumsuz durumları ise kötü şansa ve diğer dışsal faktörlere bağlama eğiliminde olduklarını belirtmişlerdir.

Aşırı güven eğilimi, yatırımcıların elde ettiği bilgilerin doğruluğunu yanlış yorumlamalarına ve bu bilgiyi analiz etme becerilerinin olduğundan yüksek düzeyde olduğunu düşünmelerine sebep olmaktadır. Bu durum, yatırımcıların hisse senedi değer tahminlerine ve hisse fiyatlarının gelecekteki hareketlerine ilişkin kendi tahminlerine aşırı güven duymalarına neden olmaktadır.

Aşırı güven aynı zamanda, kötü yatırım kararlarına, yüksek miktarda işlem yapmaya, yüksek riskler almaya neden olmakta ve bütün bu yanlış tutumlar portföy kayıplarına neden olmaktadır (Nofsinger, 2001: 23).

Aşırı güvenin iki ana nedeni vardır. Bunlar;

- Hatalı kalibrasyon

- Ortalamadan iyi olma etkisidir. (Glasser ve Weber, 2010: 242).

İnsanların tahminlerinin olasılığına olduğundan fazla değer verme eğilimine hatalı kalibrasyon denir (Ackert ve Deaves, 2010:106). Lichenstein ve Fischhoff (1977) yaptıkları çalışmada belirli hisse senetlerinin piyasadaki değişimine ait bilgilerini bir grup deneğe verirler ve belirli bir dönem aralığı için hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimi tahmin etmelerini isterler. Daha sonra bu tahminleri için güven aralığı oluşturmaları istenmiş ve deneklerin ortalama güven aralığı %65 olarak hesaplanmıştır. Belirli bir dönem sonucunda yapılan incelemede deneklerin yaptıkları tahminlerin sadece %47'sinin doğru çıktığı görülmüştür.

Örnekte de görüldüğü gibi insanlar kendi tahminlerine aşırı güvenmekte ve bunun doğruluğuna da yüksek bir oranda güven duymaktadır. Bu aşırı güven neticesinde hatalı kalibrasyon yapmakta tahminlerinin doğruluğuna olduğundan fazla değer vermektedir. Bu durum finansal piyasalar açısından da geçerlidir. Yatırımcılar gelecekle ilgili yaptıkları tahminlere aşırı güven duymakta bunun neticesinde olası olumsuz sinyalleri görmezlikten gelebilmekte ve neticesinde zarara uğramaktadırlar.

İnsanlar kendi yetenekleriyle ilgili bir ölçüm yaparken genel olarak diğer insanlarla karşılaştırarak buna göre bir değerlendirme yaparlar. Yapılan araştırmalar göstermiştir ki insanlar genel olarak kendi yeteneklerini diğer insanlarla kıyasladıklarında “ortalamadan iyi ”olarak ifade ederler. Bu ortalamadan iyi olma etkisi insanların kendine olan güveninin yansıması olarak kabul edilebilir.

Ortalamadan iyi olma etkisi hayatın her alanında insanlar için geçerli bir etkidir. Amerika'da yapılan bir araştırmada öğrencilerden sürüş becerileri ile ilgili görüşlerini ortalamaya göre ifade etmeleri istenmiş. Öğrencilerin %80'i kendilerini ortalamadan daha iyi olarak tanımlamışlardır (Sevenson, 1981: 143-148).

Lichtenstein ve Fischhoff (1977) yaptıkları çalışmada aşırı güven ile zor ve kolay sorular arasındaki ilişkiyi incelemişler ve çoğunluk tarafından cevaplanamayan sorularda insanların fazla aşırı güvenli olduğunu, tersi durumda yani büyük çoğunluk tarafından cevaplanan sorularda az aşırı güven sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Lichtenstein ve Fischhoff bu duruma zor - kolay etkisi demişlerdir.

Değişen ve gelişen iletişim olanaklarıyla birlikte insanlar artık eskisinden çok daha kolay bilgiye ulaşabilmektedir. Bu sayede insanlar yatırım kararları verirken araştırma yapıp buna göre yatırım kararı vermektedir. İnsanlar bu araştırmaları yaparken

iki türlü kaynaktan yararlanırlar. Birincisi şirketlerin açıkladıkları mali tablolar ikincisi iletişim yoluyla internetten veya diğer yatırımcılardan elde edilen bilgiler. Bu noktada ikinci yolla elde edilen bilginin doğruluğu kesin değildir ve yatırımcıyı yanıltabilir.

Daniel ve diğ.(1998) yaptıkları araştırmada, insanların kendi kaynaklarından topladıkları bilgiye daha fazla değer verdiklerini saptamışlardır. Yani insanlar şirketlerin ilan ettiği mali tablolar yerine kendi imkanlarıyla internet vb. yollarla elde ettikleri bilgilere daha fazla itibar göstermektedir. Yatırımcının öğrendiği bu bilgiler kendine aşırı güven duymasını sağlamaktadır. Bu bilgilerin büyük bir çoğunluğu yanlış olmakta ve yatırımcıyı yanıltarak yatırımcının zarar etmesini sağlamaktadır.

Aşırı güven zamanla ortaya çıkan bir olgudur. İnsanlar başarılar elde ettikçe kendilerine olan güvenleri artar ve bu kendine olan güven zamanla aşırı güvene doğru ilerler. Hilary ve Menzly tarafından yapılan bir çalışmada 1980'in son çeyreği ile 1997'nin son çeyreği arasındaki dönemde finansal analistlerin bir çeyrek önceden sonraki çeyreğe ilişkin tahminleri incelenmiş, önceki 4 çeyrekte ortalama finansal analiste göre kazançları daha doğru öngören finansal analistlerin daha sonraki kazanç tahminlerinin daha az doğru olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Bayar, 2012: 94). Bu çalışma bize yaptıkları tahminleri tutan analistlerin kendilerine aşırı güven duymaya başladığını ve bu aşırı güvenin ikinci dönemde yaptıkları tahminlerinde analistlere olumsuz olarak yansıdığını, böylece analistlerin tahminlerinin daha az doğru çıkmasına neden olduğunu göstermektedir.

Aşırı güven ile ilgili yapılan araştırmalar geri besleme süresinin aşırı güveni etkilediğini belirlemiştir (Bernstein, 2005: 235). Yani insanlar yaptıkları işin neticesini ne kadar çabuk alabiliyorsa aşırı güvenin kişi üzerindeki etkisi o derece az olmaktadır. Bu bakımdan hava tahminçileri veya acil doktorları gibi yaptıkları işin neticesi çok çabuk beliren meslek gruplarının aşırı güven eğilimi sergileme ihtimalleri düşük görülmektedir.

Odeon (1998)'a göre kendilerine aşırı güvenen yatırımcılar piyasalarda aşağıda belirtilen etkileri yapmaktadır (Odeon, 1998: 1888).

- Aşırı güvenli yatırımcılar piyasada işlem hacmini artırmaktadır.
- Aşırı güvenli yatırımcılar, piyasanın rasyonel yatırımcıların sahip olduğu bilgiye yeterince tepki vermemesine neden olmaktadır.
- Aşırı güven yatırımcıların beklenen faydasını azaltmaktadır.

- Aşırı güvenli yatırımcılar portföylerinde farklılaştırmaya gitmemektedir.
- Aşırı güven piyasayı derinleştirmektedir.
- Aşırı güvenli yatırımcılar fiyatlardaki kaliteyi arttırırken, aşırı güvenli fiyat alıcılar bunu kötüleştirmektedir.
- Aşırı güvenli yatırımcılar volatilitiyi arttırmaktadır

Barber ve Odean (2001) 35 bin hesabı inceledikleri çalışmalarında erkeklerin bayanlara oranla %45 oranında daha fazla işlem yaptıklarını ortaya koymuştur. Bayanların erkeklere oranla daha az yatırım tecrübesine sahip olduklarını belirten Barber ve Odean (2001) örneklemdaki bayanların ilk hesaplarını ortalama olarak 4,1 yıl erkeklerin ise 4,7 yıl önce açtıklarını belirtmişlerdir. Ayrıca Barber ve Odean genel hisselerin ortalama devir hızının erkeklerde kadınlardan 1,5 kat fazla olduğunu, erkekler ve kadınların takas yaparak net gelirlerini düşürürken, bir senelik dönemde erkeklerin kadınlardan 0.94 oranında gelirlerini daha fazla düşürdüğünü tespit etmişlerdir. Bu veriler ışığında Barber ve Odean (2001) erkeklerin kadınlara göre daha fazla aşırı güven eğiliminde olduklarını, bu aşırı güven eğiliminin erkeklerin daha fazla işlem yapmasına neden olduğunu ve bu fazla işlemde elde edilen gelirleri azalttığını belirtmişlerdir.

Colman ve Pulford (1977) yaptıkları çalışmada erkeklerin bayanlara göre daha fazla aşırı güven eğilimi sergilediklerini belirterek, bayanlar üzerindeki büyük sosyal baskının onların düşük aşırı güven sergilemesine neden olduğunu ileri sürmüşlerdir (Glasser ve Weber, 2010: 247).

Yates ve diğ. (1997) kültürün aşırı güven üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında Çinlilerin Amerikalılardan, Amerikalıların Japonlardan daha fazla aşırı güvenli olduklarını ortaya koymuştur. Acker ve Duck (2008) Asyalıların Britanyalılarından daha fazla aşırı güvene sahip olduklarını ortaya koymuştur (Glasser ve Weber, 2010: 247).

Aşırı güven, sadece bireysel olarak algılanmamalıdır pek hala kurumsalda olabilir. Bu konuda, Amerika'da faaliyet gösteren ve aralarında Nobel ödüllü finansçıların da bulunduğu birçok ünlü ismi yatırım uzmanı olarak istihdam eden Long Term Capital Management Fund'un (LTCM) 1998 Rusya krizinde içine düştüğü durumu örnek olarak verebiliriz. LTCM'nin 1998 başında 4 milyar \$ net varlığı vardı ve daha yüksek getiriler elde etmek için 100 milyar \$ da borç almıştı. Fonun stratejisi,

bono piyasasındaki arbitraj olanaklarını bulup kazanç sağlamak üzerine kurulmuştu. Ancak, Ağustos 1998'de Rusya'nın parasını devalüe etmesi ve borçlarının bir kısmını ödememesi, izleyen bir ay içinde gelişmekte olan birçok ülkenin de paralarını devalüe etmesine, buda dünya çapında hisse senedi ve bono fiyatlarının düşmesine neden olmuştur (Kara, 2005: 13-14). Bu olayda görüldüğü üzere birçok ünlü ekonomisti barındırmasına rağmen LTCM varlığının çok büyük bir bölümünü kaybetmiştir. Fon yöneticileri kendi bilgi ve birikimlerine duydukları aşırı güvenden dolayı yanlış değerlendirme yaptılar ve LTCM' nin çok büyük zarara uğramasına neden olmuşlardır.

2.3.11.1. Aşırı Güven ile İşlem Hacmi İlişkisi

Yatırımcılar yatırım yaparken rasyonel davranmamaktadır. Daha önceki tecrübeleri, deneyimleri, yatırımcının kendine olan aşırı güveni, piyasadan elde ettiği bilgiler, yatırımcının karar vermesini etkiler. Kendisine aşırı güven duyan yatırımcı yapacağı yatırımdan yüksek oranda kar edeceğini düşündüğü için yatırım yapmak konusunda çok istekli davranır. Aşırı güvenli yatırımcının bu istekli davranışı onun daha çok yatırım yapmasına dolayısıyla da işlem hacminin artmasına neden olmaktadır.

Barber ve Odean (2000) yaptıkları çalışmada yatırımcıları, hesaplarındaki hisse değişim oranlarına göre 5 gruba ayırmışlardır. Hisse değişim oranı en düşük olan grubun oranını yıllık %2,4 en yüksek olan grubun oranını yıllık %250 olarak hesaplamışlardır. Brüt getiri her grup için yıllık ortalama %18,7'dir. İşlem yapmak için ödenen komisyonlar düşüldükten sonra elde edilen net getirinin hisse değişim oranı düşük olan grup için %18,5 yüksek olan grup için ortalama %11,4 olarak hesaplamışlardır. Buda kendilerine aşırı güven duyan yatırımcıların daha fazla işlem yaptığını ve daha az kar elde ettiğini göstermektedir.

2.3.11.2. Aşırı Güven ve Algılanan Risk

Yatırımcılar yatırım yaparken olası riskleri hesaplar ve bu duruma göre yatırım yaparlar. Yatırımcılar çok riskli gördüğü yatırımları yapmaktan kaçınırlar ve bunun yerine daha az riskli gördüğü yatırımları tercih eder. Rasyonel bir yatırımcı kendi karını maximize ederken olası riskleri de minimize etmek isteyecektir.

Aşırı güvenli yatırımcılar mevcut riskleri kendi birikim, tecrübe ve yeteneklerine duydukları aşırı güvenden dolayı göremeyebilirler. Buda yatırımcıların

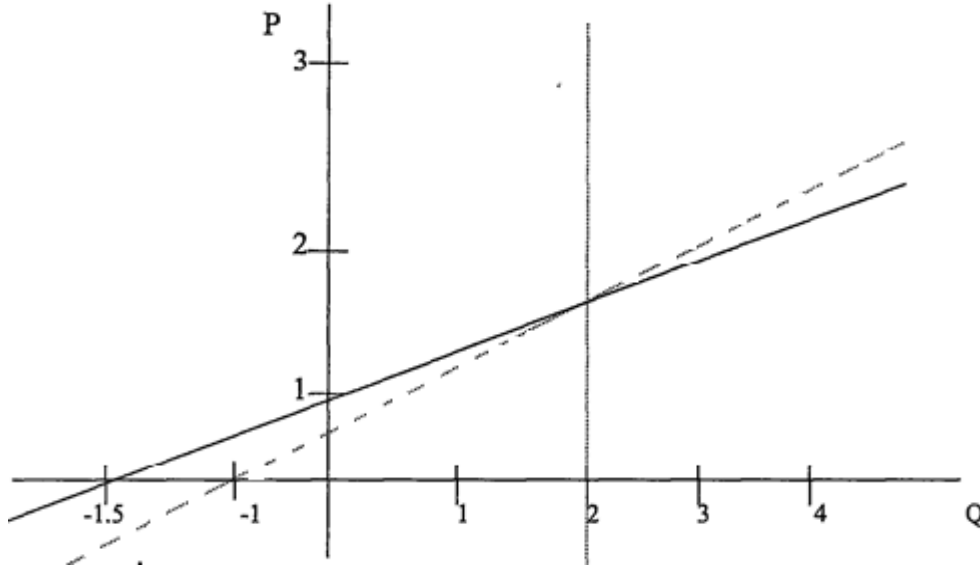
olası riskleri hesaplayamamalarına, riskten kaçınmaları, yatırım yapmamaları gereken durumlarda yatırım yapmalarına ve bunun sonucunda da zarar etmelerine neden olabilir.

Nofsinger (2002)'e göre aşırı güvenli yatırımcılar kendilerine olan aşırı güvenlerinden dolayı daha yüksek riskli hisse senedini alma eğilimi taşırlar ve portföylerinde eksik çeşitlendirme eğilimi gösterirler. Bu eğilimler yatırımcının yapmış olduğu yatırımın yüksek risk taşımasına neden olmaktadır. Bir başka deyişle aşırı güven yatırımcının riskli yatırımlar yapmasına neden olmaktadır.

2.3.11.3. Aşırı Güven Piyasa Derinliği İlişkisi

İçerden bilgi alan yatırımcıların kendine aşırı güveni artarken aldığı herhangi bir sinyalde daha agresif bir alım- satım yapar ve bu durum piyasa derinliğini artırır. Ayrıca riskten kaçınan piyasa yapımcılarının aşırı güveni de piyasanın derinliğinin artmasına neden olur. Fiyatı kendine baz alan yatırımcılar bu sinyale cevap olarak ilave alım-satım yaparak diğerlerine uyum sağlamaya çalışırlar. Gürültü yatırımcılarının beklenen talebi yüksek olduğunda hareketlilik yükselir, düşük olduğunda düşer. Aşırı güven piyasa derinliğini yükseltir çünkü bu piyasa yapımcılarının görünen riskini düşürür. Beklenen gürültü yatırımcısı talebi düştüğünde harekete spekülatif unsurlar hakim olur ve hareketlilik yükselir. Gürültü yatırımcılarının beklenen talebi yükseldiğinde yatırımcı riski ortaya çıkar ve yükselen hareketliliği düşürür (Odean, 1998: 1910).

Şekil 2.4.Tüm Yatırımcılar Bilgi Sahibi Olduğunda Arz Eğrisi



Kaynak: Odean, 1998: 1910

2.3.11.4. Aşırı Güven ve Fiyat Kalitesi

Aşırı güvenli içerden bilgi alan yatırımcılar fiyat kalitesini yükseltirken, aşırı güvenli bireysel yatırımcılar fiyat kalitesini bozmaktadır. Aşırı güvenli yatırımcılar fiyatlardaki kaliteyi arttırırken, aşırı güvenli fiyat alıcılar bunu kötüleştirmektedir. Aşırı güven, fiyatların içerdekinin bilgisindeki değişikliklere daha hassas olmasına sebep olurken, edinilen bilgiler sonucu oluşmuş talebe ve gürültü yatırımcısının talebindeki değişikliklere daha az duyarlı olur. Piyasa yapıcılar, talebe göre oluşturulan beklentiler için fiyatları belirler ve piyasa yapıcılarının tahmini içerdekinin talep fonksiyonudur (Ede, 2007: 32).

Piyasa yapıcılar içerdekinin aşırı güven eğilimi olduğunu anlarsa her zamankinden farklı olarak daha agresif alım-satım yapacağını düşünerek kendi davranış tarzının dışına çıkacak yani rasyonel davranmayacak ve fiyatları eskiye oranla daha az hareket ettirecektir.

Aşırı güvenin piyasa etkinliğini artırması veya azaltması bilginin piyasada nasıl dağıldığına bağlıdır. Tüm mevcut bilgi piyasada açığa çıktığı halde optimal olarak fiyatların içine yansımamış olan bir piyasada fiyatlar menkul kıymetlerin gerçek değerinden daha farklı bir değere ulaşacaktır. Diğer taraftan bilgi içerdeki biri tarafından özel tutulseydi o zaman emir akışından bir piyasa yapıcı tarafından anlaşılırdı. Aşırı güven içeridekini normalden daha agresif bir alım-satım yapmaya sevk eder. Bu ortamda pozisyon alan fiyat yapıcılar fiyatları gerçek değerine doğru yaklaştırır. Ancak içerdekinin bilgisi zamana duyarlı ise ve yatırımcıdan hemen sonra kamusal oluyorsa etkinlikteki bu kazanç kısa süreli olacaktır (Yavuz, 2003: 36).

2.3.11.5. Aşırı Güven ile Piyasadaki Hareketlilik İlişkisi

Aşırı güvenli yatırımcıların her biri kendi sinyalini, kendi bilgisini aşırı değerlendirir. Bu da yatırımcının elde ettiği sinyali, bilgiyi aşırı değerlendirmesini sağlar ve fiyatlar böylece olması gereken gerçek değerinden daha üst bir noktaya çıkar. Toplam sinyaldeki aşırı ağırlıklandırma hatasında fiyat hareketliliğini yükseltir. İçerdekinin sinyalinin çoğunu değerlendirmesi sebebiyle aşırı güven, piyasa yapıcılarının fiyatı gerçek değerine doğru götürmesine imkan vermektedir (Kaminsky, 2001: 5).

Aşırı güven işlem hacmini ve piyasa derinliğini artırırken aşırı güvenli yatırımcının beklenen faydasını azaltır. Piyasa yapıcıları bunu azaltmasına rağmen aşırı güvenli yatırımcılar hareketliliği artırmış olur. Kamuya açıklanmış bilgiye karşı kendine aşırı güven duyan fiyat alıcıları, piyasa etkinliğini düşürür. Aşırı güvenli içerdekiler ise yükseltir (Yavuz, 2003: 38).

2.4. Literatür Taraması

Aşırı güven ile ilgili çalışmalar iki ana başlık altında toplanabilir. Bunlardan ilki aşırı güven ile hisse senedi piyasasındaki ilişki, ikincisi yönetsel aşırı güvendir. Aşırı güven ile ilgili ilk yapılan çalışmalar aşırı güvenin hisse senedi piyasasındaki rolünü, aşırı güven ile işlem hacmi, piyasa derinliği ve volatilité arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmışlardır.

Odean (1998) aşırı güven ile işlem hacmi, piyasa derinliği ve volatilité arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, aşırı güvenli yatırımcıların işlem hacmini artırdığını bunun da piyasayı derinleştirdiğini ortaya koymuştur.

1991-1997 yılları arasındaki 35 bin hane halkına ait hesabı inceleyen Barber ve Odean (2001) yaptıkları çalışmalarında aşırı güven hipotezini destekleyici bulgular elde etmişlerdir. Aşırı güvenin cinsiyet üzerindeki etkisini inceleyen araştırmacılar erkeklerin bayanlara göre daha fazla işlem yaptıklarını tespit etmişlerdir.

Statman ve diğ. (2004) NYSE/AMEX borsasını ve bu borsada işlem gören bireysel menkul kıymetleri vektör otoregresif modelini ve etki tepki fonksiyonlarını kullanarak inceledikleri çalışmalarında yatırımcıların pasif portföy yönetimi stratejisi izleyerek elde ettikleri getiri sonrasında aşırı güven eğilimi sergilediklerini, sonrasında bu aşırı güven sayesinde aktif portföy yönetimi stratejisi izlediklerini belirtmişlerdir.

Geçmiş getirilerin işlem hacmini etkileyip etkilemediğini araştırdıkları çalışmalarında Glaser ve Weber (2007) Alman borsasında Ocak 1997-Nisan 2001 yılları arasında işlem gören hisse senetlerinden oluşan portföy sahibi yatırımcıları analiz ettikleri çalışmalarında, geçmiş pozitif gelirlerin yatırımcıların kendilerine aşırı güven sağladığını ve bunun sonucunda bu yatırımcıların daha fazla işlem yaparak işlem hacmini artırdıklarını ortaya koymuşlardır.

2000-2006 yılları arasındaki Tunus borsasındaki 20 şirketin aylık hisse senetleri üzerindeki aşırı güven hipotezini vektör otoregresif model kullanarak inceleyen Zaiane

ve Abaoub (2009) eş zamanlı olarak işlem hacmi ve volatilité arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Benzer şekilde aşırı güven ile işlem hacmi, volatilité ve risk algısı arasındaki ilişkiyi inceleyen Korkmaz ve evik (2007), aşırı güvenli yatırımcıların pozitif gelir elde ettikleri yatırımlardan sonra daha fazla işlem yapma eğiliminde olduklarını ortaya koymuşlardır. Aşırı işlem gerçekleştiren yatırımcıların volatilitéyi artırıp artırmadığını araştıran yazarlar aşırı güven ile volatilité arasında zayıf bir ilişki tespit etmişlerdir.

NYSE ve AMEX'te Ocak 1963 - Aralık 2001 dönemleri arasında işlem gören hisse senetleri üzerinde yapmış oldukları çalışmada Chuang ve Lee (2006) , aşırı güvenli yatırımcıların özel bilgiye aşırı tepki, kamusal bilgiye ise dşuk tepki verdiklerini ortaya koymuşlardır. Ayrıca araştırmacılar elde edecekleri getiriye doğru tahmin eden yani pozitif getiri elde eden yatırımcıların kendilerine aşırı güven duymaya başladığını bunun neticesinde de daha fazla işlem yaparak işlem hacmini artırdıklarını ortaya koymuşlardır. Aşırı güvenli yatırımcıların aşırı işlem yapması neticesinde volatilitéyi de artırdığını ortaya koyan araştırmacılar, aşırı güvenli yatırımcıların mevcut riskleri olduğundan daha az gördüklerini ve bunun neticesinde riskli yatırımlar yaptıklarını belirtmişlerdir.

BİST'de bireysel yatırımcı davranışlarını inceleyen Ede (2007) yatırımcıların, yatırım stratejilerine ve birikimlerine aşırı güven duyduklarını, bu aşırı güvenin ortalamadan daha fazla işlem yaptırarak işlem hacmini artırdığını, ayrıca bu aşırı güvenin neticesinde yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin azaldığını belirtmiştir.

Otluoğlu (2009) 5 Ocak 2001 ile 23 Haziran 2009 tarihleri arasında 2119 günlük İMKB 30 Endeksi kapanış değer ve İMKB 30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin toplam TL değer bazlı işlem hacmini kapsayan çalışmasında nedensellik testi ile yaptığı analiz sonucunda getirideki artışın işlem hacmindeki artıştan kaynaklandığı ve volatilitenin aşırı güvenden kaynaklanmadığını ortaya koymuştur.

Son yıllarda aşırı güven ile ilgili çalışmalar daha çok yönetimsel aşırı güvenin üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu alanda ilk çalışmalara öncülük eden Malmendier ve Tate (2005a) kişisel portföy ve Forbes 500 CEO arasında bulunan şirket yatırımları üzerine panel veri kullanarak aşırı güven hipotezini test ettikleri çalışmalarında aşırı güvenli

CEO'ların yaptığı yatırımların, özellikle de öz sermayeye bağımlı şirketlerde, açık bir şekilde para akışına göre şekillendiği sonucuna varmışlardır.

Malmeinder ve Tate (2005a) 477 tane borsaya kote olmuş büyük Amerikan firmasının 1980-1994 yılları arasındaki verilerini analiz ettikleri çalışmada öncelikle aşırı güven için üç ölçüt belirlediler. Bunlar;

- CEO opsiyonlarını teorik olarak ayarlanmış bir kıyas noktasının ötesinde tutuyor mu?
- CEO opsiyonlarını vadesi dolmadan önceki seneye kadar tutuyor mu?
- CEO ilk 5 örnek yılında alışkanlık olarak kendi şirketinin hisselerini alıyor mu?

Bu soruların herhangi birine verilen cevap evet olduğunda CEO'yu aşırı güven sahibi olarak tanımlayan Malmeinder ve Tate, yatırımın nakit akışı hassasiyeti ve yönetsel aşırı güven arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca aşırı güvenin, öz kaynak bağımlılığı yüksek firmalarda daha önemli olduğunu ortaya koymuşlardır

Malmendier ve Tate (2005b) aşırı güvenin kurumsal yatırımları etkileyip etkilemediği ve CEO aşırı güveni ölçümünü revize ettikleri çalışmalarında önceki çalışmalarıyla tutarlı bir şekilde, aşırı güvenli yöneticilerin özellikle iç kaynaklar kısıtlı iken yatırım kararlarında çok hassas davrandıklarını böylece aşırı güvenin yatırım - nakit akışı hassasiyetini açıklamada literatüre yardımcı olduğunu belirtmişlerdir.

Yazarlar yaptıkları çalışmada elde ettikleri bulguların aşırı güven teorisinin, aşırı güvenli CEO'ların en kısıtlı dilimdeki pozitif ve anlamlı yatırım nakit akışı hassasiyetini sergilediğini öngören hipoteziyle tutarlı sonuçlar ortaya koyduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca yaptıkları aşırı güven ölçümünün yönetsel aşırı güveni öngördüğünü, özellikle finansal kısıtlamalar olmadan ve bu öngörünün de aşırı güvenin, hissedarların birleşme anlaşmalarındaki değer kaybının önemli bir bölümünü açıklayabildiğini ortaya koymuşlardır.

Ben-David ve diğ. (2006) Amerika'daki şirketlerin baş mali memurları (CFO) üzerinde, yönetsel aşırı güven ve kurumsal kararlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, CFO'ların ortalama olarak yanlış kalibrasyon yaptıklarını, riskli işlemleri tahmin etme çevresinde yeterli geniş olasılık dağılımlarını sağlamada başarısız olduklarını ortaya koymuşlardır, ayrıca yönetsel aşırı güvenin belirsizlik altında alınan kurumsal kararlarla ilişkili olduğunu ortaya koyan birçok kanıt sunmuşlardır.

Araştırmacılar çalışmalarında aşırı güvenli yöneticiye sahip firmaların yüksek borç oranlarının devam ettirdiklerini, uzun vadeli borç kullanmayı tercih ettiklerini, daha az kar payı ödediklerini, daha az hisse senedi aldıklarını, yöneticilik tahmini konusunda büyük bir eğilime sahip olduklarını ve daha yoğun bir sermaye piyasası zamanlaması yaptıklarını ortaya koymuşlardır.

Ayrıca yazarların tanımladıkları aşırı güvenin kişisel bir olgu mu yoksa gizli bir firma karakteristiğini olduğuyla ilgili yaptıkları çalışmada aşırı güvenin her iki olguyla ilişkili olduğu ayrıca eğitim, beceri, deneyim gibi kişisel özellikler içeren kanıtların aşırı güvenle korelasyonlu olduğunu, bunun yanında buldukları diğer kanıtlarda da aşırı güvenin aynı zamanda firma karakteristiği olduğunu ve kurumsal kültürle ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Malmendier ve Tate (2008) 394 tane büyük Amerikan firmasını kullanarak şirket birleşme kararlarındaki aşırı güven etkisini inceledikleri çalışmalarında şirketlerin birleşme kararları sırasında aşırı güvenli yöneticilerin küçük hissedarlarının çıkarlarının gözetmediklerini, aşırı güvenli yöneticilerin koşulsuz olarak paraya daha çok düşkün olduklarını, aşırı güvenin kurumsal birleşmenin birleşik teorisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Sonuç olarak bağımsız yöneticilerin CEO aşırı güvenini dengelemek için proje değerlendirme ve seçimi konusunda daha aktif bir rol oynaması gerektiğini belirtmişlerdir.

Park ve Kim (2009) yapmış oldukları çalışmada Kore borsasında 1985-2007 yılları arasında işlem gören şirketlerde yönetsel aşırı güven ile kaldıraç arasındaki amprik ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmacılar yaptıkları çalışmada, Rajan ve Zingales (1995), Oliver (2009) ve Yu (2006)'nun daha önce yaptıkları çalışmaları takip ederek, ilk önce bağımlı değişkeni kaldıraç ve açıklayıcı değişkeni yönetici aşırı güveni olan, kontrol değişkenleri piyasa değeri defter değeri, firma büyüklüğü, maddilik ve karlılık olan bir basit model oluşturdular. Bu modelde aşırı güvenin piyasa değeri kaldıracı ve defter değeri kaldıracı ile pozitif ve anlamlı şekilde ilişkide olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca bütün kontrol değişkenlerinin piyasa değeri kaldıracı ve defter değeri kaldıracı ile anlamlı pozitif ilişki içerisinde olduğunu tespit etmişlerdir.

İkinci olarak basit modelde izole edilen kaldıraç oranını ekleyerek oluşturdukları geniş modelde yönetsel aşırı güvenin anlamlı bir şekilde defter değeri kaldıracı ile pozitif ilişkili fakat piyasa değeri kaldıracı ile anlamlı bir ilişkide olmadığı saptanmıştır.

Ayrıca bütün kontrol değişkenlerinin defter değeri kaldıracı ile anlamlı bir ilişkide olduğu bunun yanı sıra firma büyüklüğü dışındaki kontrol değişkenlerinin de piyasa değeri kaldıracı ile anlamlı şekilde ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Sonuç olarak yönetsel aşırı güvenin kaldıracı artırabildiğini ortaya koymuşlardır.

Huang-Meir ve diğ. (2011) yönetsel aşırı güvenin nakit varlıklar üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel yöneticilere oranla daha fazla nakit bulduklarını ortaya koymuşlardır. Yazarlar 1992-2010 yılları arasındaki artan nakit varlık eğilimini incelediklerinde hem aşırı güvenli yöneticilerin hem de rasyonel yöneticilerin nakit rezervlerini artırdıklarını tespit etmişlerdir. Bununla birlikte aşırı güvenli yöneticilerin ortalama nakit oranlarının rasyonel yöneticilere göre daha fazla olduğunu saptamışlardır.

Araştırmacılar yaptıkları bu çalışmada ortalama yatırım, ar-ge ve birleşme harcamalarında aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla para harcadığını, ayrıca aşırı güvenli yöneticilerin beklenenin aksine, nispeten düşük kaldıraç oranına sahip olduklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca net işletme sermayesinin nakit oranlarla ters ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar aşırı güvenli yöneticilerin nakit varlıklarının çoğunlukla büyüme fırsatlarını finanse etmek için kullandıklarını, ayrıca aşırı güven sahibi yöneticilerin beklenmedik bir şekilde yönettikleri firmaların rasyonel yöneticilerin yönettiği firmalara oranla daha büyük olduğunu ve aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel yöneticilere oranla stoklar, satın almalar ve önlemler içinde daha az nakit tuttuklarını tespit etmişlerdir.

2.5. İnşaat Sektörü Analizi

İnşaat sektörü, konut başta olmak üzere, okul, fabrika, işyeri, hastane gibi her türlü bina inşaatını, yol, köprü, baraj yapımı gibi her türlü altyapı faaliyetlerini, elektrik, su, sıhhi tesisat, ısıtma, havalandırma gibi tüm donanım işlerini kapsamaktadır. İnşaat sektörünün ülke ekonomisi içindeki yeri ve önemini; üretim ilişkisi içinde bulunduğu sektörlerle bağlantıları ve bu bağlantıların düzeyi, kendisinin ve ilişkide bulunduğu sektörlerin ülke toplam üretimi içindeki payı, istihdam içindeki payı, ödemeler dengesi üzerindeki etkileri açısından irdelemek mümkündür (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 1). İnşaat sektörü, ekonominin sürükleyici sektörlerinden birisidir. İnşaat sektörü ile diğer ekonomik sektörler arasında yakın bir ilişki söz konusudur. İnşaat sektörü, diğer pek

çok sektör tarafından üretilen ürün ve hizmetleri girdi olarak kullanmaktadır. Ayrıca inşaat faaliyetinin nihai ürünü olan yapılar, farklı sektörlerin ürettiği ürün ve hizmetlerin bir bileşenidir. Bu nedenle inşaat sektöründe yaşanan büyüme, ekonominin diğer sektörlerinde de büyümeyi olumlu etkilemektedir. Ayrıca inşaat sektörünün büyüme dönemlerinde önemli bir istihdam kaynağı olarak işlev gördüğü de kabul edilmektedir (Balaban, 2012: 19–20).

Tablo:2.1. GSYH ve İnşaat Sektörü Gelişme Hızı		
YIL	BÜYÜME HIZI	
	GSYH	İnşaat
1999	-3.4%	-3.1%
2000	6.8%	4.9%
2001	-5.7%	-17.4%
2002	6.2%	13.9%
2003	5.3%	7.8%
2004	9.4%	14.1%
2005	8.4%	9.3%
2006	6.9%	18.5%
2007	4.7%	5.7%
2008	0.7%	-8.1%
2009	-4.8%	-16.1%
2010	9.2%	18.3%

Kaynak: TÜİK

Tablo 2.1.'de GSYH ve inşaat sektörü büyüme hızları verilmiştir. Tablodan da anlaşıldığı üzere inşaat sektörü ile GSYH ile arasında doğru orantılı kuvvetli bir bağ mevcuttur.1990'dan sonra milli gelire yıllık 10 milyar dolarlık katkı yapan inşaat sektörü deprem, 1994 ve 2001 krizleriyle büyük yara aldı. Sektör, her sarsıntı sonrası ancak 5 yılda toparlanabildi. İnşaat sektörü kalkınma çabaları içindeki Türk ekonomisinin hep önemli yeri oldu. Çimento, kum, tuğla, cam sanayi gibi yan sektörleri besleyen inşaat sektörü aynı zamanda işsizliği de azaltan sektörler arasında yer aldı. GSMH içindeki payı yüzde 3-8 arasında gidip gelen sektör yıllık 10 milyar dolarlık bir pastaya tekabül etmektedir(Çelik, 2007: 30).Genel olarak

ekonomik büyüme ile inşaat sektörü arasında benzer bir eğilim görülmektedir. Aynı dönemin çeyreklik verileri kullanılarak, inşaat sektörü büyüme hızı ile GSYH büyümesi arasındaki korelasyon katsayısı ise 0.86 olarak hesaplanmıştır. Katsayının yüksekliği, sektörün gelişimi ile ülke ekonomisinin gelişimi arasında aynı yönde ve kuvvetli bir bağlantı olduğunu göstermektedir (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 2)

2.5.1. İnşaat Sektörünün Doğrudan Geri Bağlantısı

Doğrudan geri bağlantı etkisi, inşaat sektörünün bir birim mal üretmesi için diğer sektörlerden kullandığı girdi oranını (inşaat sektörünün bir birim üretimi için diğer sektörlerin ne kadar üretim yapması gerektiğini) gösterecek olup, doğrudan geri bağlantı katsayısı (B_g) ile ifade edilecektir. Tablo 2.2.'de inşaat sektörü ile en yüksek doğrudan geri bağlantıya sahip sektörler ve bu sektörlerin doğrudan geri bağlantı katsayıları verilmektedir (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 4).

Tablo 2.2.'de görüldüğü gibi inşaat sektörü en çok demir-çelik sanayi ile bağlantılıdır. İnşaat sektöründe 100 birimlik üretim yapılabilmesi için demir-çelik sanayiinden 9,12 birimlik girdi kullanılması gerekmektedir.

Tablo 2.2. İnşaat Sektörü Doğrudan Geri Bağlantı Katsayıları (B_g)

Sıra	B_g	Sektörler
1	9.12	Demir- çelik ana sanayi
2	8.20	Çimento, kireç, alçı vb imalatı
3	3.67	Karayolu ve boru hattı taşımacılığı
4	3.13	Metal yapı malz., tank, sarnıç, buhar kazanı imalatı
5	2.86	Seramik ürünleri imalatı
6	2.61	Mali aracı kuruluşlar vb faaliyetler
7	2.29	Toptan ticaret ve tic. komisyonculuğu
8	1.73	Kum, kil ve taş ocaklığı
9	1.57	Perakende ticaret, kişisel ve ev eşyası tamiri
10	1.49	Kok finni ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı
Toplam 10	36.67	Yukandaki 10 sektör için toplam B_g
Toplam 97	50.60	97 sektör için toplam B_g

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı :2008

2.5.2. İnşaat Sektörünün Toplam Geri Bağlantısı

Doğrudan geri bağlantı, üretimin bir fonksiyonu olarak ifade edilmekte iken, toplam geri bağlantı, nihai talebin bir fonksiyonu olmaktadır. Bu anlamda, inşaat sektörüne olan nihai talepte (burada nihai talep sektörlerin ara talebini içermemektedir) bir birim değişme olduğunda diğer sektörlerin üretimlerinde ne kadar değişme olması gerektiğini toplam geri bağlantı katsayıları (Btg) verecektir. Burada toplam olarak görülebilecek bu etkinin, tekil sektörler bazında görülmesi de mümkündür. Tablo 3'te inşaat sektörüne olan 100 birimlik nihai talep artışı neticesinde diğer sektörlerin üretimlerinin ne kadar artacağını gösteren Btg katsayıları verilmektedir. (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 5)

İnşaat sektörü nihai talebinde 100 birim artış olduğunda, öncelikle bu talebi karşılamak için sektör üretimi en az 100 birim artmak zorundadır. Nitekim tablo 2.3'te sektörün kendi üretiminin 100,08 olacağı görülmektedir. Bunun yanı sıra, örneğin demir-çelik sektörü; hem mevcut inşaat sektörü girdi talebini karşılamak hem de artış gösteren inşaat sektörü talebi için gerekli olan ek üretimi sağlamak için, üretimini yüzde 17,21 oranında arttırmak durumunda kalmaktadır. Toplam geri bağlantı ile doğrudan geri bağlantı arasındaki temel farklılık burada ortaya çıkmaktadır.

Tablo 2.3. İnşaat Sektörü Toplam Geri Bağlantı Katsayıları

Sıra	B ₉₇	Sektörler
1	100.08	İnşaat
2	17.21	Demir- çelik ana sanayi
3	9.36	Çimento, kireç, alçı vb imalatı
4	6.32	Karayolu ve boru hattı taşımacılığı
5	5.45	Mali aracı kuruluşlar vb faaliyetler
6	4.49	Kok fırını ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı
7	3.97	Toplan ticaret ve tic. komisyonculuğu
8	3.93	Elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı
9	3.82	Metal yapı malz., tank, sarnıç, buhar kazanı imalatı
10	3.07	Demir-çelik dışındaki ana metal sanayi
Toplam 10	157.69	Yukarıdaki 10 sektör için toplam B ₉₇
Toplam 97	199.83	97 sektör için toplam B ₉₇

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı: 2008

Doğrudan geri bağlantıda 100 birim inşaat sektörü üretimi için gerekli olan “teknik” üretim düzeyi görülmekte iken, toplam geri bağlantıda, hem bu “teknik” olarak gerekli olan ara talep, hem de inşaat sektörünün nihai talebindeki artış neticesinde “zincirleme” olarak etkilenen talebi karşılamak için inşaat talebi artış neticesinde daha fazla demir-çelik üretimi, daha fazla demir-çelik üretimi için yeni fabrika gereksinimi ve bunun için gerekli inşaat sektörü talebi artışı, daha fazla inşaat için (daha fazla demir-çelik üretimi gibi) gerekli olan talep toplamı yansıtılmaktadır. (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 6).

Tablo 2.3.’te inşaat sektörünün kendisi dışarıda tutularak bakılırsa, inşaat sektörüne olan nihai talepte 100 birim artış gerçekleştiğinde en büyük girdi sağlayan ilk dokuz sektörde 57,61 birimlik bir üretim artışı sağlanmaktadır (157.69-100.08). Buradan da, inşaat sektörünün ne kadar yüksek geri bağlantıya sahip bir sektör olduğu ortaya çıkmaktadır. 97 sektörün tamamı için bakıldığında da, inşaat sektörüne olan talep artışı neredeyse bu talep artışına yakın bir düzeyde (199.83 - 100.08 = 99.74 birim) bir üretim artışı sağlamaktadır (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 6).

2.5.3. İnşaat Sektörünün Toplam İstihdam İçindeki Yeri

Aşağıdaki tabloda istihdamın sektörler itibariyle dağılımı gösterilmektedir.

Tablo 2.4. Sektörler itibariyle İstihdamın Dağılımı

Yıllar	TARIM		SANAYİ		İNŞAAT		HİZMETLER		TOPLAM	
	İstihdam	(%)	İstihdam	(%)	İstihdam	(%)	İstihdam	(%)	İstihdam	(%)
2000	7,769	36	3,810	18	1,364	6	8,637	40	21,580	100
2001	8,089	38	3,774	18	1,110	5	8,551	40	21,524	100
2002	7,458	35	3,954	19	958	4	8,984	42	21,354	100
2003	7,165	34	3,846	18	965	5	9,171	43	21,147	100
2004	7,400	34	3,987	18	1,030	5	9,374	43	21,791	100
2005	6,493	29	4,284	19	1,173	5	10,096	46	22,046	100
2006	6,088	27	4,407	20	1,267	6	10,568	47	22,330	100

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı: 2008

İnşaat sektörünün toplam istihdam içindeki payı yüzde 6 civarındadır. Ancak, bu payın yalnızca inşaat sektörünü kapsadığı düşünülürse, sektörün bağlantılı olduğu diğer sektörler de dikkate alındığında ekonomi için önemli bir istihdam potansiyeli sağladığı açıktır. (Kalkınma Bakanlığı, 2008: 9)

Sonuç olarak inşaat sektörü ekonomideki diğer sektörleri de çok yakından ilgilendiren, birçok sektörü besleyen lokomotif sektördür. İnşaat sektörü olası krizlerden en çabuk etkilenen krizin etkilerinin en çabuk hissedildiği ve bunun neticesinde diğer sektörlerinde etkilenecek ülke ekonomisinde kalıcı etkiler bırakabilen bir sektördür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.YÖNTEM

Bu bölümde önceki bölümlerde etraflıca bahsedilen yatırımcıyı etkileyen psikolojik faktörlerden aşırı güven eğiliminin BİST’de işlem gören şirketlerde ne derecede etkili olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu çalışmayla BİST’de işlem gören şirketlerde aşırı güven ile işletmelerin kaldıraç oranı yani borç düzeyleri arasındaki ilişki incelenmektedir.

3.1. Problem Durumu

Günümüzde gelişen finansal piyasalar sayesinde bu piyasalara yatırım yapan yatırımcı sayısı hızlı bir şekilde artmaktadır. Yapılan birçok çalışma yatırımcıların davranışlarını anlamlandırma üzerine yoğunlaşmıştır. Bu noktadan hareketle yatırımcıların sergilediği aşırı güven eğilimi üzerine yoğunlaşmış ve yönetici aşırı güveni ve borç düzeyi arasındaki ilişki incelenmiştir.

3.2. Konunun Önemi

Yatırımcıların aşırı güven eğilimi tespit edilmiş olmakla birlikte nedenleri ve sonuçlarının yansımaları tam olarak ortaya konulabilmiş değildir. Bu amaçla firma yöneticilerinin aşırı güven eğilimlerinin borç düzeyiyle ilişkisi literatürde henüz tam anlamıyla incelenmemiştir. Bu yüzden bu çalışma aşırı güven eğilimini açıklamada ve yeni çalışmalara yardımcı olma konusunda öneme sahiptir.

3.3. Konunun Amacı

Araştırmanın amacı 2002-2012 döneminde inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmalarda firma yöneticilerinin güven düzeyi ve borç düzeyi arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak incelenmesidir. Bu dönemin seçilmiş olmasının temel sebebi, 2001 ekonomik krizinin hemen sonrası olması ve politik olarak yeni hükümetin inşaat sektörü temelinde makroekonomik politikaları biçimlendirmesidir. Bundan dolayı özellikle inşaat sektöründeki firmalar çalışmaya konu edilmiştir.

3.4. Beklenen Yararlar

Bu çalışmanın firma borç düzeyleri ile yönetici aşırı güveni arasındaki ilişkinin tespiti açısından faydalı olacağı düşünülmüştür.

3.5. Sınırlılıklar

Bu çalışma bazı şirketlerin borsada yer almaması ve bazılarının da borsaya giriş tarihi itibarıyla uyum sağlamaması nedeniyle BİST’de işlem gören 28 inşaat şirketiyle sınırlıdır.

3.6. Evren ve Örneklem

Araştırmanın örneklemini BİST’de 2002-2012 yılları arasında işlem gören inşaat sektöründeki firmalar oluşturmaktadır.

3.7. Veri Toplama Araçları ve Yöntem

Bu çalışmada 2002-2012 yılları arasında borsada işlem gören 28 inşaat şirketinin PP/DD, işletme sermayesi devir hızı, aktif devir hızı, brüt kar marjı, cari oran, kaldıraç oranı ve reel kesim güven endeksi verileri kullanılmıştır. 2001 yılında Türkiye’de ekonomik kriz yaşandığından dolayı bu yıldaki veriler bizim için yanıltıcı olabileceğinden veri havuzu 2002 yılından itibaren başlatılarak 2002-2012 yılları arasında kapsayan verilerden oluşturulmuştur. Bu çalışmada inşaat sektöründeki şirketler seçilmiştir. Bunun nedeni, inşaat sektörünün diğer tüm sektörleri besleyen lokomotif bir sektör olmasıdır. Yani inşaat sektöründeki ekonomik gelişmeler doğrudan ya da dolaylı

olarak diğer tüm sektörleri etkilediği için bu çalışmada BİST’de 2002-20012 yılları arasında işlem gören inşaat sektöründeki şirket verilerini kullanmak tercih edilmiştir.

Aşırı güven ile ilgili geçmişte yapılan bilimsel çalışmalar dikkate alındığında zaman serisi ve yatay kesit analizi yöntemi kullanılarak çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışma ise statik panel veri analizi yöntemi kullanılarak hazırlanmıştır. Panel veri analizi zaman boyutuna ait yatay kesit verilerinin kullanılmasıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemidir. Panel veri analizi, zaman serisi ve yatay kesit analizi ile kıyaslandığında bize daha geniş bir veri seti ile çalışma imkanı sunmaktadır. Bu geniş veri seti bize daha yüksek güvenilirliğe sahip parametre tahminleri sunar.

Zaman serisi verileri sadece bir birimin dönemlere göre bilgisini vermektedir. Bu çalışmada ise hem dönemlere hem de birimlere göre analizler yapılmak istenildiğinden dolayı panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizi bize örnekleme farklı zaman aralıkları için bireysel gözlem olanağı sunar ve bu her bireysel gözlem için çoklu değişkenler oluşturabilmemizi sağlar. Dolayısıyla bu analizin en önemli özelliği zaman serileri ile yatay kesit serilerini bir araya getirerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip bir veri setinin oluşturulmasına olanak tanınmasıdır. Öncelikle, panel veri modellerinde yatay kesit ve zaman serisi verilerinin her ikisinin de yer almasına bağlı olarak, gözlem sayısının artmasının bir yandan serbestlik derecesinin artmasına diğer yandan da açıklayıcı değişkenler arasındaki yüksek derecede doğrusal ilişki bulunma olasılığının azalmasına neden olduğunu belirtmek gerekmektedir.

Panel veri sadece yatay kesit ya da sadece zaman serisi ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahip bulunmaktadır. Panel veri seti ve panel veri yönteminin bazı önemli avantajları bulunmaktadır. Bu avantajlardan bazıları şu şekilde sıralanabilmektedir (Baltagi, 2005: 4-7):

- Panel veri bireylerin, firmaların ya da ülkelerin heterojon olduğunu söyler. Bu heterojeniteyi kontrol edemeyen zaman serileri ve kesit çalışmaları önyargılı sonuçlar doğurabilme riskine sahiptir.
- Panel veri, sadece zaman serisi verileri veya sadece kesit verileri ile tespit edilemeyen etkileri tanımlama ve ölçmede daha iyi sonuç vermektedir.
- Panel veri modelleri bize sadece kesit veya sadece zaman serisi verilerinin çözebildiği davranışsal modellerden çok daha karmaşık davranışsal modelleri çözmeye imkan verir.

- Bireyler, firmalar ve ev halkından alınan mikro panel veriler benzer değişkenler ile makro seviyede ölçülen daha net sonuçlar verebilir.
- Panel veri, araştırmacılara geniş veri imkanı sunarak, serbestlik derecesini artırabilmekte ve açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantı problemini azaltabilmektedir. Böylelikle ekonometrik tahminlerde etkinliği artırabilmektedir.
- Panel veri, bir dönemden diğer bir döneme meydana gelen değişim ile mikro birimler arasındaki değişimi birleştirmek suretiyle değişkenlik meydana getirerek, çoklu doğrusallığı azaltmaktadır.
- Panel veri, dinamik uyarlamaların daha iyi incelenebilmesini sağlamaktadır. Yatay kesit verileri dinamikler hakkında hiçbir şey söylemezken, zaman serisi verilerinin ise iyi tahmin üretebilmeleri için yeterince uzun olmaları gerekmektedir. Bu bağlamda panel veri, çeşitli birimlerin dinamik tepkileri üzerine mevcut bilgiyi kullanmak suretiyle çok uzun bir zaman serisine olan ihtiyacı giderebilmektedir.

Basit bir doğrusal panel veri regresyon modeli genel olarak aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürlü, 2007: 37):

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Modelde; “i” firma, hane, ülke gibi bireyselleri; “t” ise zamanı ifade eder. “i” indisi yatay kesit boyutunu belirtirken, “t” indisi zaman serisi boyutunu ifade etmektedir (Alus, 2006: 31).

Yukarıda (1) ile ifade edilen denklemde katsayılar farklı değerler almaktadır. Bunun sonucunda tahmin edilen parametre sayısı, kullanılan gözlem sayısından çok daha fazla olmakta böylece model tahmin edilememektedir. Bu dezavantaj yüzünden panel veri ile yapılan çalışmalarda daha çok hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlarda bulunarak farklı modeller elde edilebilmektedir. Bu tür farklı varsayımlarla elde edilen modellere “Sabit Etkili” ve “Tesadüfi Etkili” modeller denir (Daşdemir, 2008: 104-105).

3.7.1. Sabit Etkili Model

Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalar da birimler arasındaki farklılıklardan veya birimler arasında ve zaman içinde meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişmeyi, modele dahil etmenin bir yolu; mevcut değişimin regresyon modelinin katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere “Sabit Etkili Modeller” denmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler, 2007: 37).

Sabit etkiler modeli aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$y_{it} = \bar{\beta} + \alpha_i + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + e_{it} \quad (2)$$

$$i=1,2,\dots,G \text{ ve } t=1,2,\dots,n$$

Modelde, $\beta_{li} = \bar{\beta}_{li} + a_i$, i 'nci birime özgü sabit terimi; $\bar{\beta}$ ise ortalama sabit terimi göstermektedir. a_i de, i 'nci birim için ortalama sabit terimden farklılığı temsil eder. Yukarıdaki modelin tahmin edilmesinde kullanılacak uygun tahmin yönteminin ne olacağı, α_i 'nin sabit mi yoksa rassal mı olduğuna bağlıdır. Eğer α_i sabit ise “Kukla Değişken Modeli”; buna karşılık rassal ise “Hata Bileşenler Modelini” kullanmak gerekir.

Modelde yer alan hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki varsa, Sabit etkiler modeli uygun model olarak değerlendirilir. Çünkü bu durumda, sabit etkiler modeli tahmincileri sapmasız olmaktadır. Ayrıca, “ n ” sayısı az ve gözlem sayısı (t) büyükse sabit etkiler modeli yine tercih edilebilir model olmaktadır. Ayrıca, “ G ” sayısı az ve gözlem sayısı (n) büyükse sabit etkiler modeli yine tercih edilebilir model olmaktadır (Özer ve Biçerli, 2004: 72).

3.7.2. Tesadüfi Etkili Model

Sabit etkiler modelinde kabul edildiğinin aksine bireysel etkiler eğer modelde yer alan açıklayıcı değişkenler ilgili değilse, birimlere özgü sabit terimlerin; birimlere göre rassal olarak dağıldığının varsayılması ve ona göre modelleme yapılması daha uygun olmaktadır (Greene, 2003: 293).

Bu modellerde, yatay kesit birimlerinde veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun en önemli nedeni ise sabit etkiler modelinde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının

önlenmesidir. Çünkü rassal etkiler modelinde önemli olan birime veya birime ve zamana özel katsayıların bulunması değil, birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin bulunmasıdır (Çalışkan, 2009: 125).

(2) nolu eşitlikte yer alan sabit terim β_{1i} sabit değil, $\bar{\beta}$ ortalama ile rassal bir değişken olacaktır. Bu durumda her birim için sabit terim değeri, $\beta_{1i} = \beta + \mu_i$ olacaktır.

Burada da μ_i , sıfır ortalama ve sabit varyansla tesadüfi hata terimidir. Tesadüfi etkili model ise aşağıdaki gibi;

$$y_{it} = \bar{\beta} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it} + \mu_i \quad (3)$$

veya,

$$y_{it} = \bar{\beta} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \mu_i \quad (4)$$

olacaktır (Özer ve Biçerli, 2004: 72).

3.8. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Bu bölümde, çalışmada kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin nasıl elde edildikleri gösterilmektedir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *kaldıraç*'tır. Kaldıraç toplam borçların toplam aktiflere oranlanmasıyla elde edilmiştir. Değişkenlerin oluşturulmasında daha önce yapılan çalışmalar [Park ve Kim (2009), David ve diğ. (2006), Adam ve diğ. (2011)] izlenmiştir.

$$Kaldıraç = \frac{Toplam\ borç}{Toplam\ aktif} \quad (5)$$

fomülü ile hesaplanmıştır (Park ve Kim 2009).

Büyüme veya yatırım fırsatlarını temsil etmesi için piyasa değeri defter değeri oranı (PDDD) kullanılmıştır.

$$PDDD = \frac{Öz\ Kaynakların\ Piyasa\ Değeri + Borcun\ Defter\ Değeri}{Toplam\ Aktiflerin\ Defter\ Değeri} \quad (6)$$

Açıklayıcı değişkenlerden biride işletmenin büyüklüğü (size) olarak belirlenmiştir. İşletme büyüklüğünün kaldıraç ile pozitif veya negatif yönde ilişkili olabileceği tartışılmaktadır. İşletme büyüklüğünü temsil etmek için toplam aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır. İşletme büyüklüğü aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Park ve Kim, 2009) .

$$B\ddot{u}y\ddot{u}kl\ddot{u}k(size) = \ln(Toplam\ aktifler) \quad (7)$$

Maddi olmayan duran varlıklar işletmenin alacağı krediler için en iyi teminat olma özelliği taşımaktadır. Maddi olmayan duran varlıkları fazla olan işletmelerin kaldıraçlarının daha yüksek düzeyde olması beklenmektedir. Maddilik değişkeni aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Park ve Kim, 2009)

$$Maddilik(tng) = \frac{Stoklar + Maddi\ Duran\ Varlıklar}{Toplam\ Aktifler} \quad (8)$$

Karlılığı yüksek işletmelerin daha az kaldıracı sahip olacağı finans teorisinde tartışılmaktadır. İşletmenin karlılığı aşağıda belirtilen şekilde hesaplanmıştır. (Park ve Kim, 2009)

$$Karlılık(prof) = \frac{Faiz\ Vergi\ Öncesi\ Kar}{Toplam\ Aktifler} \quad (9)$$

Faaliyet konusunda uzunca yıllar faaliyet gösteren işletmelerin piyasada tanınırlıklarının yüksek olması, sahip oldukları prestij ve pazar payından daha fazla orana sahip olmaları gibi sebeple daha fazla borca sahip olabilecekleri beklenmektedir. İşletme yaşı olarak işletmenin üretime başlama yılından 2012'ye kadar geçen süre hesaplanmıştır. İşletme yaşı Ben-David ve diğ.(2006) izlenerek modele eklenmiştir.

Cari oran bize net işletme sermayesinin yeterliliğini ve borç ödeyebilme kapasitesini gösterir (Er, 2009: 52). Cari oran değişkeni aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$Cari\ oran(co) = \frac{Dönen\ Varlıklar}{Kısa\ Vadeli\ Borçlar} \quad (10)$$

Net işletme sermayesi devir hızı işletmelerin şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gereken minimum çalışma sermayeleri ile hangi ölçüde satış hacmi başarısı gerçekleştirdiklerini gösteren bir orandır (Er, 2009: 54). Net işletme sermayesi devir hızı değişkeni aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$Net\ işletme\ Sermayesi\ Devir\ Hızı(wc) = \frac{Net\ satışlar}{Ortalama\ Net\ İşletme\ Sermayesi} \quad (11)$$

Aktif devir hızı şirketlerin sahip oldukları varlıklar ile yarattıkları satış hacmi başarısını ölçen bir orandır. İşletmenin aktiflerinin devir hızı net satışların aktif toplamına bölünmesiyle elde edilmiştir. Bu oran bize varlıklara aşırı yatırım yapıp yapılmadığını yani işletmenin aktif büyüklüklerinin gereksiz yere büyütülüp büyütülmediğini gösterir. (Er, 2009: 54)

$$\text{Aktif Devir Hızı}(astur) = \frac{\text{Net satışlar}}{\text{Aktif toplam}} \quad (12)$$

Brüt kar marjı işletmenin satış maliyetlerini karşıladıktan sonra elde ettiği kârı gösterir. Brüt kar marjı brüt satış karının net satışlara bölünmesiyle elde edilmiştir.

$$\text{Brüt Kar Marjı}(bkm) = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}} \quad (13)$$

Bağımlı değişkenin güvenle ilişkisini göstermek için güven değişkeni verileri kullanılmıştır. Güven endeksi verileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) internet sitesinden sağlanmıştır. Bu veriler TCMB tarafından reel sektör temsilcilerinin ekonomik görünüme ilişkin genel izlenimlerini ortaya koymak amacıyla hazırlanan, iktisadi yönelim anketinin değerlendirilmesi sonucu oluşturulmuştur. Anket aylık ve 3 aylık olmak üzere iki farklı formda uygulanmaktadır.

Reel kesim güven endeksi (RKGE) hesaplanırken, anketteki toplam sipariş, mamul mal stoku, ihracat, üretim, istihdam, sabit sermaye yatırım harcaması ve genel gidişata yönelik sorularına verilen yanıtların bir fonksiyonu olarak hesaplanmaktadır. Endeks değerleri ankete verilen cevapların ağırlıklı olarak toplulaştırılması sonucu elde edilen rakama 100 rakamı eklenerek elde edilmektedir.

RKGE, söz konusu endeks değerlerinin basit aritmetik ortalaması olarak hesaplanmaktadır. Endeks 0 ile 200 aralığında değer alır. Endeksteeki artış tüketici güveninin arttığını azalış ise tüketicinin güveninin azaldığını belirtir. Endeks değeri 100'den küçükse ekonomik faaliyete ilişkin güvenin azaldığı kötümser görünüm, endeks 100'e eşit ise ekonomik faaliyete ilişkin istikrarlı görünüm, endeks 100'den büyükse ekonomik faaliyete ilişkin güvenin arttığı iyimser görünüm mevcuttur.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. VERİLERİN ANALİZİ ve YORUM

4.1 Verilerin Analizi

Elde edilen veriler statik panel veri yöntemi kullanılarak analiz edilmiş olup bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve düzeyi incelenmiştir.

4.2. Bulgular ve Yorum

Çalışmada kullanılan şirketlere ait finansal değişkenlerin betimleyici istatistikleri tablo 3.1.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	En Küçük	En Büyük
pddd	286	1,810	1,981	0,000	21,540
size	286	19,141	1,271	15,958	21,698
tng	286	0,569	0,116	0,171	0,873
prof	286	0,085	0,095	-0,167	0,333
bkm	286	0,279	0,123	-0,168	0,604
wc	286	4,212	17,813	-91,200	181,960
astur	286	0,771	0,408	0,080	2,290
co	286	2,994	2,044	0,330	12,270
ya	286	43,192	18,191	6,000	102,000

Yapılan 286 gözlem sonucu tüm değişkenlerin ortalama değerleri, standart sapmaları maximum ve minimum değerleri tablo 1’de gösterilmiştir. Buna göre işletmelerin piyasa değeri defter değeri (pddd) ortalaması 1.81 iken işletmenin büyüklüğü (size) değişkeninin ortalaması 19.41 olarak bulunmuştur. Maddilik (tng) 0.56 ortalama sahipken, karlılık(prof) 0.08, brüt kar marjı (bkm) ise 0.27 ortalama sahiptir. Cari oran değerinin işletmeler için 2 olması beklenilirken bizim bulduğumuz 2.99 ortalama değerde bu orana yakın bir değerdir. İşletme sermayesi devir hızı (wc) değişkeninin ortalaması 4.21, aktif devir hızı değişkeni (astur) ortalaması 0.77 ve işletmelerin yaşları (ya) ortalamaları ise 43.19 olarak bulunmuştur.

Ayrıca standart sapma değerleri dikkate alındığında örnekleme alınan şirketlerin birbirinden en dağınık olduğu alan 17.8’ lik bir oranla işletme sermayesi devir hızı (wc)’ dir. Bu oran bize şirketlerdeki işletme sermayesi devir hızı dağılımının birbirinden çok farklı olduğunu göstermektedir. Tam tersi şekilde örneklemedeki şirketlerin standart sapmalarının birbirine en yakın olduğu alan ise 0.08’lik bir oranla karlılık (prof) olarak hesaplanmıştır. Buda bize örneklemedeki şirketlerin karlılık dağılımlarının birbirine çok yakın olduğunu göstermektedir.Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon

	pddd	size	tng	prof	bkm	wc	astur	co	ya
pddd	1								
size	-0,0782	1							
tng	-0,0475	0,0053	1						
prof	0,0402	0,1982	-0,2315	1					
bkm	-0,0338	0,2835	-0,2803	0,724	1				
wc	-0,0014	-0,04	0,074	-0,026	-0,0899	1			
astur	0,107	-0,3393	-0,0846	0,1344	-0,161	0,1364	1		
co	-0,035	0,0215	-0,2028	0,2522	0,3185	-0,1025	-0,2131	1	
ya	0,318	0,0872	0,2126	-0,1777	0,0351	-0,043	-0,0358	-0,1237	1

Yatay kesit verilerinden elde edilen korelasyon matrisi, işletmelere ait finansal değişkenlerin kendi aralarındaki ilişki düzeyini göstermektedir. Bu matristen elde edilen sonuçlara göre en yüksek korelasyona sahip iki değişken bkm ile prof tur ve %72'lik bir orana sahiptir.

İkinci büyük ilişki %31.85'lik bir oranla co ile bkm arasındadır. Buna çok yakın bir ilişki ya ile pddd arasında gözlenmekte olup %31.80 'lik bir orana sahiptir. Ya ile size arasındaki ilişki %8 olurken, tng arasındaki ilişki %21 ve bkm arasındaki ilişki ise %3.5 olarak bulunmuştur. Ayrıca ya ile prof arasında negatif yönlü %17.7'lik bir ilişki bulunmuştur. Ya; pddd, size, tng ve bkm ile pozitif ilişkili gösterirken; prof, wc, ve astur ile negatif ilişki göstermektedir.

Co ile size arasında sadece %2'lik bir pozitif ilişki tespit edilmiştir. Co ile prof arasında ise %25'lik kuvvetli bir pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Yine co ile tng arasında %20'lik negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca co ile, pddd wc, ve astur arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Astur ile pddd arasında %10, prof arasında %13,4 ve wc arasında %13,6'lık pozitif ilişki bulunurken; size ile %33, tng ile %8, bkm ile de %16'lık negatif ilişki tespit edilmiştir. Wc ile tng arasında %7'lik bir pozitif ilişki bulunurken diğer bütün değişkenlerle negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.

Bkm ile size arasında %28'lik pozitif bir ilişki bulunurken, tam tersi olarak tng arasında ise %28'lik negatif bir ilişki bulunmuştur. Bkm ile pddd arasında %3'lük negatif bir ilişki ve prof arasında ise %7'lik pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Prof ile size arasında %20'lik pozitif ilişki bulunmuştur. Prof ile tng negatif ilişkili iken pddd pozitif ilişkili olarak bulunmuştur. Tng ile pddd arasında yaklaşık %5'lik bir negatif ilişki bulunurken; size arasında bir ilişki bulunamamıştır. Size ile pddd arasında da % 7'lik negatif bir ilişki bulunmuştur

Tablo 3.3.'te bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve düzeyi ile ilgili sonuçlar yer almaktadır. Yapılan analizde 26 şirkete ait veriler kullanılmış olup 286 gözlem yapılmıştır. Ayrıca yapılan R^2 testine göre her üç tahminci içinde doğrusal pozitif ilişki mevcuttur.

Bağımlı değişken kaldıraç ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyi ve yönü aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tablo 3.3.'te elde edilen bulgulara göre işletmenin

büyüklüğü değişkeni en küçük kareler (ekk) tahmincisine göre istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki içerisinde bulunmuştur.

Tablo 3.3. Panel Veri Analizi Sonuçları

	ekk	sabit etkiler	rassal etkiler
pddd	0,001 (-0,004)	-0,001 (-0,004)	0,000 (-0,004)
size	-0.0128* (-0,007)	0,006 (-0,012)	-0,001 (-0,010)
tng	-0,035 (-0,072)	-0.435*** (-0,068)	-0.359*** (-0,068)
prof	-0.702*** (-0,131)	-0.379*** (-0,142)	-0.486*** (-0,136)
bkm	0.412*** (-0,103)	0,173 (-0,107)	0.219** (-0,104)
wc	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
astur	0.109*** (-0,023)	0,016 (-0,038)	0.0551* (-0,032)
co	-0.0564*** (-0,004)	-0.0413*** (-0,004)	-0.0436*** (-0,004)
Sabit	0.606*** (-0,149)	0.537** (-0,254)	0.594*** (-0,210)
Gözlem sayısı	286	286	286
R ²	0,524	0,384	0.37
Hausman		144.91(0.000)	
Breush-Pagan			222.62(0.000)
Şirket sayısı	26	26	26

Parantez içindeki değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Literatürde işletme büyüklüğü ile kaldıraç değişkeni arasında iki yönlü bir ilişki olabileceği tartışılmaktadır. Frank ve Goyal (2003)'e göre işletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Flath ve Knoeber (1980), Booth ve diğ. (2001), büyük işletmelerin kolayca çeşitlendirme yapabileceğinden ayrıca iflas ve nakit

akışındaki düşük volatilité gibi olumsuzluklara uğrama olasılığının az olmasından dolayı borçlanma kapasitesini rahatça artırabileceğini belirterek işletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu savunmuşlardır (Park ve Kim, 2009: 119). Finansal hiyerarşi teorisine göre ise işletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki mevcuttur. Yapılan analizde elde edilen sonuç finansal hiyerarşi teorisine tutarlılık göstermektedir.

Maddilik değişkeni kaldıraç ile sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincisine göre % 1 düzeyinde negatif yönlü ilişki içerisinde bulunmuştur. Bu sonuç, Stulz ve Johnson (1985), Johnson (1997), Frank ve Goyal (2003), Shin (2008), Oliver (2009) ve Park ve Kim (2009)'in elde ettiği sonuçlarla tutarlılık göstermektedir.

Literatürde maddilik değişkeni ile kaldıraç arasındaki ilişki hakkında iki farklı görüş mevcuttur. Denge teorisine göre maddilik ile kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişki mevcutken finansal hiyerarşi teorisine göre ise negatif yönlü ilişki mevcuttur.Çalışmada elde edilen sonuç denge teorisi ile çelişirken, finansal hiyerarşi teorisine tutarlılık göstermektedir.

Prof her üç tahminciye göre kaldıraç ile (EKK, Sabit etkiler, rassal etkiler) % 1 düzeyinde negatif yönlü ilişki içerisinde bulunmuştur. Denge teorisine göre işletmelerin karlılığı ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcutken finansal hiyerarşi teorisine göre ise bu ilişki negatif yönlüdür. Elde edilen sonuç denge teorisine çelişirken finansal hiyerarşi teorisine uyum göstermektedir. Ayrıca çalışmada elde edilen sonuç Rajan ve Zingales (1995), Shin (2008) ve Park ve Kim (2009)' in elde ettikleri sonuçlarla tutarlılık göstermektedir.

Bkm, ekk tahmincisine göre % 1, rassal etkiler tahmincisine göre % 5 düzeyinde pozitif yönlü bir ilişki içerisinde bulunmuştur. Astur ekk tahmincisine göre % 1 rassal etkiler tahmincisine göre %10 düzeyinde pozitif ilişki içerisinde bulunmuştur. Cari oran değişkeni ile kaldıraç değişkeni arasında her 3 tahminciye göre % 1 düzeyinde anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 3.3.'e güven değişkeni eklenerek yapılan analizde 26 şirket verisi kullanılmış olup 286 gözlem yapılmıştır. Ayrıca korelasyon katsayısının anlamlı olup olmadığını belirlemek için R^2 testi yapılmış olup her 3 tahminciye göre de anlamlı bulunmuştur.

Güven değişkeni eklendikten sonra elde edilen analiz sonuçları tablo 3.4' te gösterilmiştir.

Tablo 3.4. Panel Veri Analizi Sonuçları

	ekk	sabit etkiler	rassal etkiler
pddd	0,000 (-0,004)	0,001 (-0,004)	0,001 (-0,004)
size	-0,006 (-0,013)	-0,009 (-0,010)	-0.0162** (-0,007)
tng	-0.427*** (-0,067)	-0.352*** (-0,067)	-0,028 (-0,072)
prof	-0.422*** (-0,141)	-0.524*** (-0,135)	-0.720*** (-0,130)
bkm	0.237** (-0,108)	0.286*** (-0,105)	0.464*** (-0,104)
wc	0,000 (0,0009)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
astur	0,003 (-0,037)	0,047 (-0,032)	0.107*** (-0,023)
co	-0.0418*** (-0,004)	-0.0442*** (-0,004)	-0.0573*** (-0,004)
guven	-0.00119*** (0,000)	-0.00125*** (0,000)	-0.00148** (-0,001)
Sabit	0.878*** (-0,279)	0.866*** (-0,228)	0.804*** (-0,167)
Gözlem sayısı	286	286	286
R ²	0,402	0.40	0,535
Hausman		114.81(0.000)	
Breush-Pagan			228.13(0.000)
Şirket sayısı	26	26	26

Parantez içindeki değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

İşletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında rassal etkiler tahmincisine göre % 5 düzeyde negatif yönlü anlamlı ilişki bulunmuştur. Maddilik değişkeni ile kaldıraç arasında ekk ve sabit etkiler tahmincisine göre negatif yönlü %1'lik bir ilişki tespit

edilmiştir. Elde edilen bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyumludur. Karlılık her 3 tahminciye göre negatif yönlü ve %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisinin kaldıraç ile karlılık arasında negatif yönlü ilişki vardır teziyle uyumludur. Brüt kar marjı ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunurken cari oran bütün tahmincilere göre %1'lik düzeyde negatif yönlü anlamlı bir ilişki içerisinde bulunmuştur.

Güven değişkeni ise kaldıraç ile ekk ve sabit etkiler tahmincisine göre %1, rassal etkiler tahmincisine göre %5 düzeyinde beklenenin aksine negatif yönlü anlamlı bir ilişki içerisinde bulunmuştur. Bu sonuç, Huang-Meir ve diğ. (2011)'nin ortaya koyduğu aşırı güvenli yöneticilerin, nispeten düşük kaldıraç oranına sahip oldukları teziyle tutarlılık sergilerken; Yu ve diğ.(2006), Oliver (2009), Park ve Kim (2009)'in ortaya koyduğu kaldıraç ile aşırı güven arasında pozitif yönlü ilişki tespit ettikleri çalışmalarıyla çelişmektedir.

4.3.Tartışma

Son yıllarda ekonomideki en önemli kavramlardan biri güven'dir. Güven tüm ilişkilerde olduğu gibi, ekonomik aktörler arasındaki ilişkilerde de önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle son yıllarda bireylerin ekonomik faaliyetlerinin yalnızca ekonomik değişkenlerle değil aynı zamanda sosyolojik ve psikolojik unsurlarında dikkate alınmasıyla incelenmesi gerektiğini savunan “davranışsal ekonomi” alanındaki gelişmeler güvenin etkisinin de ekonomik çalışmalarda öncelikli olarak incelenmesi gerektiğini yansıtmaktadır. Çünkü güven bireylerin ve toplumların her türlü kararlarında en temel unsurlardan biri olarak kabul edilmektedir (Kara ve diğ., 2009: 281)

Neo-klasik ekonomi anlayışı içinde rasyonel bireyin sahip olduğu özellikler, güven gibi bazı psikolojik ve sosyolojik tanımlamalara sahip olmamasına rağmen, son yıllarda ekonomi alanında yaşanan gelişmeler, bazı davranışsal özellikler taşıyan değişkenlerin de ekonomik açıdan önemini ortaya koymaktadır. Makro düzeyde güvenin yarattığı istikrarlı ortam ekonomik büyümeye katkı sağlarken, mikro düzeyde ise işletmelerin ekonomik açıdan yarattıkları katma değer belirlenmesinde güven unsuru dikkat çekmektedir (Kara ve diğ.,2009; 280).

Ondokuzuncu ve yirminci yüzyılda oluşturulan ekonomi teorileri, bugünün ekonomik gelişmelerinin sadece bir bölümünü açıklamada yeterli olmaktadır. Nitekim

söz konusu teorilerin yetersizliği, Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubatta 2001'de yaşanan krizlerin açıklamasında ortaya çıkmıştır. Bu krizleri açıklamak için en çok vurgu yapılan konuların başında güven eksikliği gelmektedir. (Özsağır, 2007: 53).

Ekonomide güven konusu, beklentilerle çok yakından ilişkilidir. Beklentiler, gelecek olaylarla ilgili, mevcut bilgilere dayalı tahminlerdir. Eğer beklentilere kötümserlik hâkimse talep daralır, yatırımlar ve istihdam azalır, işsizlik artar ve gömülemeyi özendirecek bunalımın şiddetini artırır. Tersine, beklentilere iyimserlik hâkimse ekonomik canlanma ve refah genişleyici yönde gelişir (Özsağır, 2007: 53)

Güven oluşumu taahhütlerin tam ve zamanında yerine getirilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Gerçekleşen taahhütler güven oluşumunun esasıdır. Devletin taahhütleri ise özel kesimde güven oluşumuna neden olmaktadır. Her ne kadar bu süreçte siyasi gelişmelerin ve politikaların önemi göz ardı edilemese de devletin devamlılığı ilkesi gereğince hükümetler değişse bile devlet taahhütlerinin gerçekleşmesi beklenir. Türkiye ekonomisinde 2001 krizinin yaşanmasında merkez bankası ve hükümet tarafından ilan edilen döviz kuru taahhüdünün bozulması aynı zamanda tahvil ve bono taahhütlerinin de bozulabileceği endişesiyle yatırımcılar açısından güvensizlik yaratan bir unsur olarak değerlendirilmiştir (Kara ve diğ., 2009: 301).

Türkiye ekonomisi bağlamında, ekonomide güveni etkileyen faktörler şöyle sıralanmaktadır (Özsağır, 2007: 53).

1. Siyasi istikrar ve kararlılığın olup olmaması,
2. Küresel düzeyde bir kriz ve istikrarsızlığın olup olmaması,
3. Uygulanan iktisat politikasının iç tutarlılığı ve etkinliğinin olup olmaması,
4. Kalıcı etki yapacak uzun vadeli tedbirlerin bir bütün olarak ele alınıp alınmadığıdır.

Gerek iç gerekse de dış güvenin sağlanması bakımından, siyasi istikrar ve kararlılık hem ekonomik sorunlarla (enflasyon gibi) mücadele hem de krizden çıkış için uygulanan politikalara olan güveni etkileyen en temel faktörlerden biridir. Siyasi kararlılık, hükümetlerin, gerekli tedbirleri alabilecek iradeye ve kararlılığa sahip olmalarıdır. İç güvenin sağlanması sadece hükümet üyeleri (parti ya da bakanlar) arasında uyumu gerekli kılmaz, aynı zamanda devletin üst kademeleri arasındaki uyumu da zorunlu kılar. (Özsağır, 2007: 51)

Dış güvenin sağlanması açısından siyasi istikrar ve kararlılığın anlamı, söz ve niyetlerden çok, yapılanlar ve yapılanların amaca uygunluk derecesi ile ilgili olduğu gibi kalıcı etki yapacak uzun vadeli tedbirlerin bir bütün olarak ele alınıp alınmadığı ile çok yakından ilişkilidir. (Özsağır, 2007: 51)

Dolayısıyla, büyüme için hem toplum hem de yatırımcılar için daha fazla güvenin olduğu, istikrarlı hükümet eylemlerinin ve hükümetin toplumun güvenini kazandığı bir ortam gerekmektedir. Yüksek güven düzeyine sahip ekonomilerde belirsizlik ve risk unsurlarının minimize edilebilmesiyle hem yatırımcıların doğru bilgilerle yön bulmasına hem de işletmelerin faaliyetlerinde sürdürülebilirliğin sağlanmasına imkan tanınmış olacaktır (Kara ve diğ., 2009: 301).

Knack ve Keefer (1997) sosyal sermayenin en önemli bileşeni olarak ekonomik büyümeye katkı sağlayacak olan güven unsurunun %10 oranında artmasının büyüme üzerinde %0.8'lik etkisi olduğunu ifade etmektedir (Kara ve diğ., 2009: 300).

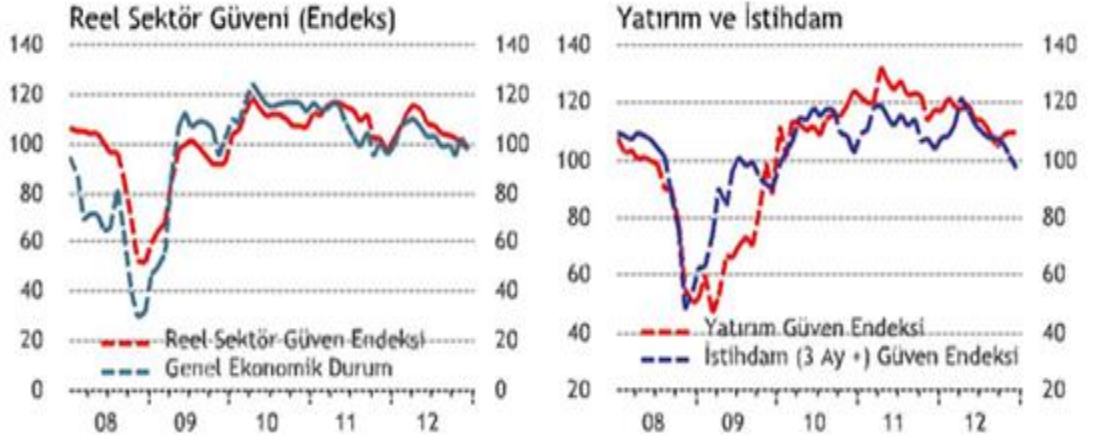
Ekonomide yatırımların, üretimin ve istihdamın temel belirleyicilerinden birisi tüketim talebidir. Tüketimin genel gidişatı bilgisine ne kadar erken ulaşırsa, ekonominin orta dönem konjonktürüne ilişkin tahminler de o kadar sağlıklı yapılacaktır. Tüketim talebini belirleyen reel faktörlerin (gelir, servet, faiz vs) yanında dışsal bir faktör olarak güven faktörü önemli bir değişkendir. Güven faktörü yukarıda belirtildiği gibi gelecekteki beklentilerle yakından ilişkilidir.

Tüketicilerin gelecekteki beklentileri, güven ve tüketim endeksleriyle ölçülmektedir. Ekonomi ve ekonomi dışı birçok faktör tarafından belirlenen tüketici beklentileri makroekonomik dengeler üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Tüketici beklentilerini izlemenin ekonomik tahminlerin daha doğru yapılmasına katkıda bulunacağı açıktır. ABD basta olmak üzere gelişmiş birçok ülkede tüketici güveninin seyrini izlemek üzere aylık anketler yapılmakta ve endeksler oluşturulmaktadır (Özsağır, 2007: 56-57)

TCMB'nin oluşturduğu tüketici güven endeksi ve reel kesim güven endeksi sonuçları ekonominin geleceği hakkında tahminler yürütmekte ve gelecekte gerçekleşebilecek olası senaryolar üzerinde bize bilgi vermektedir.

Şekil 3.1.'de 2008-2012 yılları arası reel sektör güven endeksi ile yatırım ve istihdamın değişim grafikleri verilmiştir. Buna göre reel sektör güven endeksi değişimi ile istihdamın değişimi birbirine paralel hareket etmektedir.

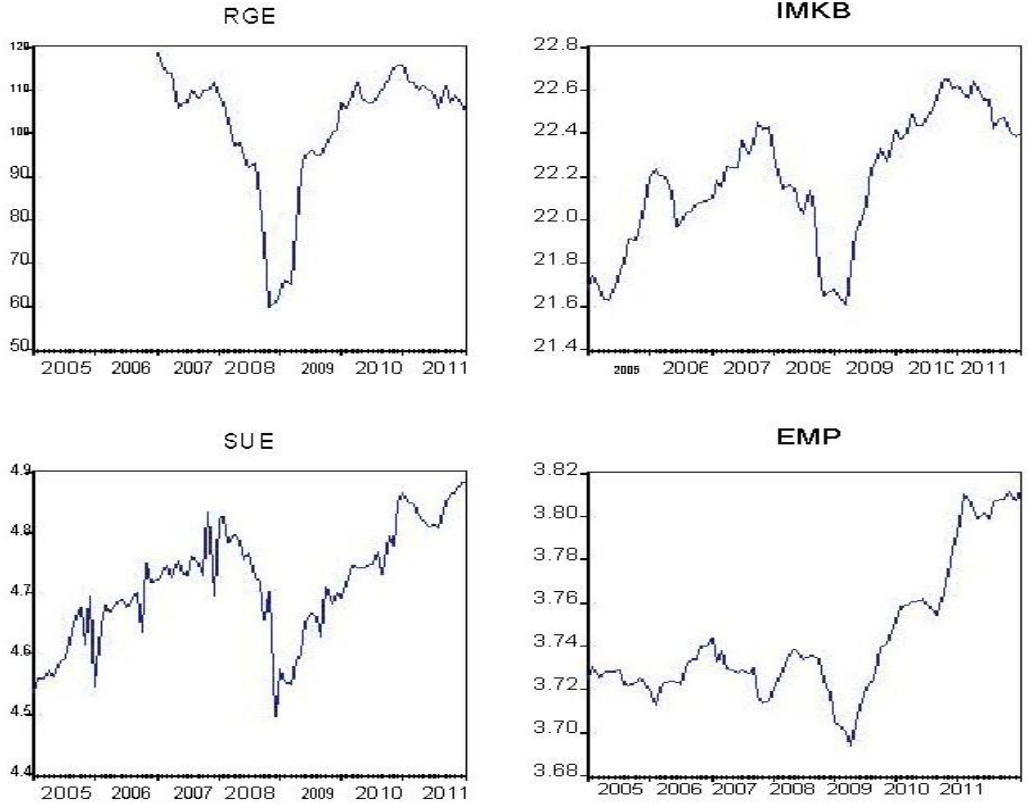
Şekil 3.1. Reel Sektör Güven Endeksi, Yatırım ve İstihdamın Zaman İçerisindeki Değişimi



Kaynak: Tüsiad , Türkiye Ekonomisi 2013:24

Aşağıdaki şekiller, reel kesim güven endeksi (RGE), tüketim harcamaları (TH), sanayi üretim endeksi (SÜE) , borsa endeksi (İMKB), istihdam oranı (EMP) verilerinin zaman içerisindeki değişimlerini göstermektedir

Şekil 3.2. RGE, İMKB, SUE, EMP Değişkenlerinin Zaman İçerisindeki Değişimi



Kaynak: Arısoy, 2012:307

. Arısoy (2012) tüketici güven endeksi, reel kesim güven endeksi, istihdam, hisse senedi piyasası ve tüketim harcamaları ile üretim değişimleri arasındaki nedensellik ilişkileri ve değişkenlerin zaman içinde birbirleriyle olan etkileşimlerini VAR yöntemi ile incelenmiştir.

2008’de yaşanan küresel ekonomik krizin etkileri yukarıdaki şekillerde net bir biçimde görülebilmektedir. Arısoy (2012) yaptığı çalışmada reel kesim güven endeksinin sanayi üretimindeki ve borsa endeksindeki gelişmeleri etkilediğini belirterek bu sonuçların ekonominin genel seyri hakkında bilgi veren güven endekslerin tüketicilerin tüketim, üreticilerin ise üretim ve yatırım beklentilerini ve davranışlarını yönlendirdiği tezini de doğruladığını belirtmiştir.

4.4. Sonuç ve Öneriler

Etkin piyasa hipotezi son yıllara kadar finansal piyasaları açıklamada en önemli yaklaşım olmuştur. Fakat son yıllarda psikoloji biliminin de yardımıyla yapılan birçok deneysel çalışma finansal piyasa hareketlerinin etkin piyasa hipotezinin ifade ettiği gibi basit olmaktan öte çok daha karmaşık süreçler barındırdığını tespit etmiştir. Bu karmaşık süreci açıklamada geleneksel finans teorileri yetersiz kalmıştır. Bu tespit edilen durumları açıklayabilmek için yapılan çalışmalar yatırımcıların karar verme süreçlerinde psikolojik önyargıların etkisi altında kaldıklarını ortaya koymuştur. Davranışsal finans bu psikolojik önyargıların neler olduğunu ve yatırım kararlarını nasıl etkilediği üzerinde durmaktadır.

Davranışsal finans geleneksel finans teorilerinin aksine insanların sınırsız rasyonellikten uzak olduğunu, karar alma süreçlerinde her zaman rasyonel olamayacaklarını savunmaktadır. Davranışsal finansa göre yatırımcılar yatırım kararları verirken kendi düşünceleri doğrultusunda hareket eder, kendi zihinlerinde belirledikleri bir takım kısa yollar vasıtasıyla karar verirler. Yatırımcıların vermiş olduğu bu kararlar her zaman rasyonel olmayabilir ve genellikle yatırımcıyı yanıltıcıya götürür ve zarar etmesini sağlar.

Son yıllarda yatırımcıların rasyonel karar vermelerini engelleyen faktörler üzerinde durulmuş ve yatırımcıların sergiledikleri eğilimler detaylıca araştırılmaya

başlanmıştır. Bu eğilimlerden biri de aşırı güven eğilimidir. Aşırı güven ile ilgili ilk yapılan çalışmalar genellikle aşırı güven ve hisse senedi piyasası üzerine yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar aşırı güvenin işlem hacmini ve volatilitiyi artırdığını, mevcut riskleri olduğundan daha az gösterdiğini ve piyasayı derinleştirdiğini ortaya koymuştur.

Aşırı güven zamanla ortaya çıkan bir olgudur. İnsanlar başarılar elde ettikçe kendilerine olan güvenleri artar ve bu kendine olan güven zamanla aşırı güvene doğru ilerler. Son zamanlarda aşırı güven ile ilgili çalışmalar daha çok yönetsel aşırı güven üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar aşırı güvenli yöneticilerin karar alma süreçlerinde nasıl bir tutum sergilediklerini incelemiştir.

Aşırı güven hipotezi bize insanların başarıları kendi bilgi birikim ve becerilerine yorumladıklarını, başarısızlıkları ise dışsal faktörlere veya kötü şansa bağladıklarını söylemektedir. Yöneticiler geçmişte aldıkları başarılı kararları kendi becerilerine yorumlamakta bunun neticesinde de aşırı güven eğilimi sergilemektedir. Aşırı güven sergileyen firma yöneticileri de yatırım kararları verirken getirileri olduğundan fazla hesaplayabilmekte ve mevcut riskleri de olduğundan az olarak görmektedirler.

Araştırmacılar yapılan çalışmalarda yatırımın nakit akışı hassasiyeti ve yönetsel aşırı güven arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel yöneticilere oranla stoklar, satın almalar ve önlemler için daha az nakit tuttıklarını ve aşırı güvenli yöneticiye sahip firmaların yüksek borç oranlarının devam ettirdiklerini, uzun vadeli borç kullanmayı tercih ettiklerini, daha az kar payı ödediklerini tespit etmişlerdir.

Bu çalışmada son yıllarda önem kazanan aşırı güven eğilimi bağlamında firma borç düzeyi ile aşırı güven arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada örneklem olarak BİST' de işlem gören 28 inşaat şirketi kullanılmıştır. Bu şirketlerin 2002-2012 yılları arasındaki verileri BİST'den elde edilmiştir.

2001 yılında Türkiye'nin yaşadığı güven kaynaklı büyük ekonomik kriz sürecindeki veriler yanıltıcı olabileceğinden veri havuzu 2002 yılından itibaren başlatılmıştır. 2002 yılının sonunda Türkiye'de siyasal iktidar değişmiş ve uzun yıllar sonra koalisyon hükümetlerinin yerine tek başına bir hükümet iktidar olmuş buda beraberinde ülkedeki güven ortamını artırmıştır. Bu güven ortamı sayesinde piyasalar

yavaş yavaş canlanmaya başlamıştır. Dolayısıyla 2002 ve sonrasındaki yıllara ait verileri kullanmak bizim için daha anlamlı olmuştur.

Çalışmanın veri havuzu oluştururken BİST’de işlem gören inşaat şirketleri tercih edilmiştir. İnşaat şirketlerinin tercih edilmesinin nedeni 2001 krizinin ardından siyasi iradenin ekonomiyi canlandırmak için inşaat sektörünü odağa alan politikalar geliştirmesidir. Bu canlanma sayesinde de kriz dönemindeki güven bunalımı aşılmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmada inşaat şirketlerinden elde ettiğimiz veriler kullanılarak güven değişkeni ve borç düzeyi arasındaki ilişki panel veri yöntemi kullanılarak incelenmiş ve analizler yapılmıştır. Yapılan analizlerde beklenilenin aksine firma borç düzeyi ile güven değişkeni arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç daha önce yapılan, Huang-Meir ve diğ. (2011) çalışmasıyla tutarlılık sergilerken; Yu ve diğ.(2006), Oliver (2009), Park ve Kim (2009) tarafından ortaya konan çalışmalar ile çelişmektedir.

Sonuç olarak bu çalışmada yönetsel aşırı güven ve borç düzeyi arasındaki ilişkinin varlığı tespit edilmiş olmakla birlikte henüz tam anlamıyla netliğe kavuşmamış olan yönetsel aşırı güven araştırmacılar için önemli bir çalışma alanı olarak ortada durmaktadır.

KAYNAKÇA

- Abaan, Ernur Demir,(1995) “Türkiye’de Serbest Döviz Piyasası Etkinliği” **TCMB, Tartışma Tebliğleri**, 9512, 253-295
- Ackert, Lucy ve Deaves, Richard (2010), “Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making ,and Markets, Mason,” **South Western Educational Publishing**.
- Alus, Koray (2006), “ Effect of International Credits on Income Distributions of Developing Countries: A Panel Data Analysis”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi Ekonomi Bölümü, 2006.
- Arısoy, İbrahim (2012), “Türkiye Ekonomisinde İktisadi Güven Endeksleri ve Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişkilerin VAR Analizi” **Maliye Dergisi** ,162.
- Ashton, H. Robert ve Cianci, M. Anna (2007), “Motivational and Cognitive Determinants of Buy-Side and Sell-Side Analyst Earnings Forecasts: An Experimental Study”, **Journal of Behavioral Finance**,8 (1), 9-19
- Ateş, Alper (2007), “Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Baltagi, Badi H. (2005) “ Econometric Analysis of Panel Data” **John Wiley & Sons Ltd**, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England
- Banerje, A.V (1992),“A Simple Model Of Hard Behavior” **The Quarterly Journal Of Economics** 2 (3), 798-817
- Barak, Osman (2008), “**Davranışsal Finans, Teori ve Uygulama**”, Ankara: Gazi Kitabevi
- Barber, Brad M. ve Odean, Terrance (2000), “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, **The Journal of Finance**, 55 (2), 773 – 806.
- Barber, Brad M. ve Odean, Terrance (1999) “The Courage of Misguided Convictions”, **Financial Analysts Journal**, 55 (6), 41 – 55
- Barber, Brad M. ve Odean, Terrance (2001) "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", **The Quarterly Journal of Economics**, 116 (1) , 261 – 292.

- Barber, Brad M. ve Odean, Terrance (2002) "Online Investors: Do the Slow Dies First?", **The Review of Financial Studies**, 15(2), 455-488.
- Barberis, Nicholas ve diğ. (1998) "A Model Of Investor Sentiment" **Journal of Financial Economics**, 49, 307-343.
- Barberis, Nicholas, Thaler, Richard (2002), "A Survey of Behavioral Finance", **National Breau of Economic Research Working Paper**, 9222, 1–67.
- Basu, S.(1981), " The relationship between earnings' yield, market value and return for nyse common stocks", **Journal of Financial Economics**, 12, 129-156.
- Baumol J. William (1977), " Say's (at Least) Eight Laws, or What Say and James Mill May Really Have Meant", **Economica**, 44, 145-162 .
- Bayar, Yılmaz (2012), "Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri " Yayımlanmamış Doktora Tezi ,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Ben-David, Itzhak, ve diğ.(2007), " Managerial Overconfidence and Corporate Policies" **NBER Working Paper**, 13711.
- Bernstein, William. (2005), "Yatırımın Dört Temel Taşı" (N. Domaniç ve N. Avhan, Çev. İstanbul: Scala Yayıncılık
- Bikhchandani, Sushil ve diğ.(1998), "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads,and Informational Cascades", **The Journal of Economic Perspectives**, 12 (3) , 151-170.
- Bozkurt, Ünal (1988), "**Menkul Değer Yatırımları Yönetimi**", 4, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları
- Brad Barber M. ve Terrance Odeon (2011), "The Behavior of Individual Investors" Electronic Copy Available at: <http://ssrn.com/abstract=1872211> 05.04.2013
- Chuang, W. ve B. Lee, (2006), "An empirical evaluation of the overcon Odence hypothesis", **Journal of Banking ve Finance**, 30 (9), 2489-515.
- Clarke, R. G. ve M. Statman (2000) "The DJIA Crossed 652.230", **Journal of Portfolio Management**, 26 (2) 89 – 93.
- Cornicello, Giuseppe (2003), "Behavioral Finance and Speculative Buble", **Universita Commercial Luigi Bocconi E.T.**, 23.
- Çalışkan, Zafer (2009), " OECD Ülkelerinde Sağlık Harcamaları: Panel Veri" **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 34, 117-137

- Çelik, Şuhudi, (2007) “Türk İnşaat Sektörü ve İnşaat Sektörünün Ülke Ekonomisine Etkilerinin Araştırılması “ Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Çevik, F. ve Yalçın Y. (2003), “ İstanbul Menkul Borsası (İMKB) İçin Zayıf Etkinlik Sınaması: Stokastik Birim Kök ve Kalman Filtre Yaklaşımı ”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 21-36
- Daniel, D.,Kent ve diğ.(1998), “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions”, **Journal of Finance**, 53, 1839-1885.
- Daşdemir, Mahmut (2008), “AB üyesi Ülkelerde Beşeri Sermaye ve ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi” , Dokuz Eylül Üniversitesi Ekonometri Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi
- De Bondt Werner F.M.ve Thaler, Richard (1993) " Does the Stock Market Overreact", **Advances in Behavioral Finance**, Ed.by Richard H. Thaler, NewYork, Russell Sage Foundation, 249-264
- Devenow, A ve I. Welch (1996), “ Rational Herding In Financial Economics” 40,s.603-615 **European Economic Review** 40, 3–5, 603–615
- Döm, Serpil (2003), “**Yatırımcı Psikolojisi**”, Değişim Kitapevi
- Ede, Müjdat (2007), “Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Ellsberg, Daniel (1961), “ Risk, Ambiguity and the Savage Axioms ”, **Journal of Economics** 75(4), 643–69
- Elmas, Bekir (2010), “Hisse Senedi Yatırımcıların Davranışsal Özellikleri: Bireysel Yatırımcıya Yönelik Bir Araştırma” Yayımlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı
- Er, Emre (2009), “Basel II Kriterlerini Anlama Yolunda mali Tablolar ve Finansal Analizin Önemi”, **Bursa Bilanço Dergisi** ,11, 113
- Fama, Eugene (1976),“ Efficient Capital Markets: Reply ”, **The Journal of Finance**, 31, 1, s. 143 – 145.
- Fama, Eugene (1970), “Efficient Capital Markets: A Rewiew of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, 25 (2) 383 – 417.

- Fama, Eugene F.(1991),“Efficient Capital Markets: II”, **The Journal of Finance**, 46 (5) s 1575 – 1617.
- Fox, Craig. (2006), “The Availability Heuristic In The Classroom: How Soluciting More Criticism Can Boost Your Course Rating”, **Judgement and Decision Making**, 1(1), 86-90.
- Gazel, Sümeyra (2014), “**Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar**” Detay Yayıncılık
- Glaser, Markus ve Martin Weber (2010), “Overconfidence, in H.K. Baker and J. Nofsinger, eds. Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets” **John Wiley ve Sons, Hoboken**, 241-258
- Glaser, Markus ve Weber Martin (2009),“ Which Past Retuns Affect Trading Volume”, **Journal of Financial Markets**, 12, 1–31.
- Glaser, Markus ve Weber, Martin (2007),“Why Inexperienced Investors Do Not Learn: They Do Not Know Their Past Portfolio Performance”, **Finance Research Letters** , 4(4), 203-216.
- Gökalp, Nuri (2003), “Ekonomide Güven Faktörü.” **Yönetim ve Ekonomi** ,10 , 2
- Greciela, L.Kaminsky (2001), “Financial Markets In Times of Stress”, **NBER Working Paper Series**, 8569, 5.
- Greene, W.H,(2003), “Econometric Analysis”, New Jersey: **Prentice Hall**.
- Gürkan, Şirin (2009), “Finansal piyasalarda Aşırı reaksiyonun İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği” Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Hanson Jon, Kysar, A. Douglas, (1999), “ Taking Behavioralism Seriously: The Problem Of Market Manupulation” **New York Üniversity Law Rewiew** ,630-749
- Huang-Meier, Winfred ve diğ. (2011), “Cash Hoards and Managerial Overconfidence”, **Working Paper**
- Javier Estrada, (2001) “Law and Behavioral Economics”, <http://webprofesores.iese.edu>
- John R. Nofsinger (2001), “Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it”, **Pearson Education** , 23-28.
- John R. Nofsinger (2002), “**The Psychology of Investing**,” New Jersey, Pearson Education Ltd.

- Johnson, A. S. (1997), "An Empirical Analysis of The Determinants of Corporate Debt Ownership Structure", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 32, 47-69.
- Kahneman Daniel ve Tversky, Amos (1974), " Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases ", **Science, New Series**, 185, 4157, s.1124 – 1149.
- Kahneman, Daniel ve diğ. (1982), " **Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases. New York**" Cambridge University Pres.
- Kahneman, Daniel ve Smith, Vernon (2002), " Advanced information on the Prize in Economic Sciences" <http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/ecoadv02.pdf> 10.03.2014
- Kahneman, Daniel ve Tversky Amos. (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica**, 47 (2), 263-292.
- Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos (1971), "Belief in the Law of Small Numbers", **Psychological Bulletin**, 76, (2), 105-110
- Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos (1984), " Choices, Values And Frames". **American Psychologist**, 4, 341-350.
- Kalkınma Bakanlığı, "Türkiye İnşaat Sektörü Üzerine Bir Çalışma" Ankara 2008
- Kara, F. Zişan ve diğ. (2009), "Yatırımcı İlişkileri Yönetiminde güven ve Ekonomiye Etkisi" **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi** 11, 1
- Kara, Hüseyin (2005), "Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Karan, M. Baha (2004), " Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi
- Kendall, Maurice (1953), "The Analysis of Economic Time-Series-Part 1: Prices" **Journal of the Royal Statistical Society**, 116, 11-34.
- Kenneth R. French ve James M. Poterba (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets," NBER Working Papers 3609, **National Bureau of Economic Research**.
- Lichtenstein, Sarah ve Baruch Fischhoff (1977), " Do those who know more also know more about how much they know?", **Organizational Behavior and Human Performance** 20 (2) ,159-183

- Malmendier, Ulrike ve diğ. “Corporate Financial Policies with Overconfident CEOs”, Working Paper, **Stanford University**, 2005
- Malmendier, Ulrike ve Tate, Gofrey (2005a),“ CEO Overconfidence and Corporate Investment”, **Journal of Finance**, December 2005, vol. 60 (6), pp. 2661-2700.
- Malmendier, Ulrike ve Tate, Gofrey (2005b).“Does Overconfidence Affect Corporate Investment?”, CEO Overconfidence Measures Revisited ”, **European Financial Management**, 11 (5), 649-659.
- Malmendier, Ulrike ve Tate, Gofrey (2008) “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction” , **Journal of Financial Economics**, 89(1), 20-43.
- Manju Puria, David T. Robinson (2007), “Optimism and economic choice”, **Journal of Financial Economics** ,86,71–99
- Meir, Statman (2002), “Lottery Players/Stock Traders”, **Financial Analysts Journal**, 58 (1), 15.
- Miller D.T.M ve Ross (1975), “Self-serving Bias in Attribution of Casuality: Fact or Fiction?”, **Psychological Bulltein**,
- Murray Z Franka, ve Vidhan K. Goyal, (2003), “Testing the pecking order theory of Capital Structure”, **Journal of Financial Economics**,217-248
- Nicholas, Barberis ve Richard, H. Thaler (2002), “A Survey of Behavioral Finance”, **Nber Working Paper**, 9222, 2
- Odean, Terrance (1998), “ Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average”, **The Journal of Finance**, 53 (6), 1887–1934.
- Oliver, B. R. (2009), “ The impact of market sentiment on capital structures in the US”, **International Journal of Behavioural Accounting and Finance**.
- Otluoğlu, Emir (2009), Yüksek Lisans Tezi “Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özer, Mustafa ve Biçerli Kemal (2004), “Türkiye’de Kadın İşgücünün Panel Veri Analizi” , **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 55-86
- Özmen, Tahsin (1997), “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayını**, 61, 11

- Özsağır, Arif (2007), “Ekonomide Güven Faktörü” **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi** www.e-sosder.com ISSN:1304-0278 6 (20), 46-62.
- Park ve Kim (2009), “The Effect Of Managerial Overconfidence On Leverage” **International Business Economics Research Journal** , 12.
- Pazarlıoğlu M. Vedat, Gürler Kiren, Özlem (2007),“Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 44, 508.
- Pompian, Michael M.(2006), “ Behavioral Finance and Wealth Manegement: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases”, New Jersey :**John Wiley and Sons Yayın Evi**.
- Puri, Manju ve Robinson, T. David (2007),“ Optimism and Economic Choice”,**Journal of Financial Economics** , Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1010023>, 3 Nisan 2014.
- Raghuram Rajan ve Luigi Zingales (1995), “ What Do We Know About Structure? Some Evidence From international Data” **The Journal Of Finance**,50 (5), 1421-1460.
- Reilly,K. Frank ve Brown,C. Keith (2002), “Investment analysis portfolio management” (7.bsm). **South-Western College**.
- Ricciardi, V. ve Simon, H. (2000b). What is behavioral finance? **The Business, Education and Technology Journal** 2(1), 26–34.
- Salma, Zaiane ve Ezzeddine, Abaoub (2009), “Investor Overconfidence And Trading Volume The Case Of An Emergent Market”, **International Review of Business Research Papers** 5(2), 213-222.
- Sevenson, Ola (1981), “Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?”, **Acta Psychologica**, 47(2), 143-148.
- Shin, M. S. (2008), “The effects of market timing and initial growth status on adjustment speed capital structure,” **The Korean Journal of Financial Engineering** 7 (1), 143-170.
- Shleifer, Andrei (2000), “Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance”, **Oxford University Press**, 6.

- Sönmez, Türkey (2010) , “ Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB’ de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma” Yayınlanmamış Doktora Tezi Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Statman ve diğ. (2006),“ Investor Overconfidence and Trading Volume”, **The Review of Financial Studies**, 19 (4)1531 – 1565.
- Stulz, R. M. ve H. Johnson (1985),“An analysis of secured debt,” **Journal of financial Economics** 14, (21-38).
- Thaler, Richard (1999), “ Mental Accounting Matters”, **Journal Of Behavioral Decision Making**,12, 183-206.
- The Royal Swedish Academy of Sciences “Foundations of Behavioral and Experimental Economics”, 21 Nisan 2014.
- Tim R. Adam ve diğ.(1998), “Overconfidence and Corporate Risk Management”, SFB 649, Spandauer Straße 1, D-10178 Berlin <http://sfb649.wiwi.hu-berlin.de>.
- Tuna Tamer ve Kayalıdere, Koray (2002) “1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 9 (1) , 2.
- Von-Neumann, John ve Oscar Morgenstern (1944), “ Theory of Games ve Economic Behaviour, Princeton” **Princeton University Press**, 1944, <http://cepa.newschool.edu/het/essays/uncert/vnmaxioms.htm#expect>
- Weinstein, N.(1980), “Unrealistic optimism about future life events,” **Journal of Personality and Social Psychology** 39, 806-820.
- William F. Sharpe (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, **Journal of Finance**, 19(3), 425-442.
- Yaşar, Burçay (2008), “Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İMKB Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yavuz, Erkan (2003), “Para-Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yu, M., ve diğ. (2006),“The Relationship Between Manager’s Overconfidence Andenterprises’ radical behavior in incurring debts,” **Managing World** 8, 104-125.

ÖZGEÇMİŞ

Selçuk YALÇIN

Eğitim

Yüksek Lisans: Gümüşhane Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
İşletme

Anabilim Dalı (2010-2014)

Lisans: Karadeniz Teknik Üniversitesi Fatih Eğitim Fakültesi İlköğretim
Matematik Öğretmenliği Bölümü (2003-2017)

Lise: Gümüşhane Ali Fuat Kadirbeyoğlu Anadolu Lisesi (1998-2001)

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Yılı: Gümüşhane / 1984

Çalıştığı Kurum: Milli Eğitim Bakanlığı

Branşı: Matematik Öğretmeni

Yabancı Dil: İngilizce