

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER
ENSTİTÜSÜ

**BİREYSEL YATIRIMCILARIN RİSK TERCİHLERİNİ ETKİLEYEN
DAVRANIŞÇI FİNANS MODELLERİ: SOSYO-EKONOMİK VE
DEMOGRAFİK FAKTÖRLER ÜZERİNE BİR ANALİZ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Yusuf DAYIOĞLU

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme

Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ

HAZİRAN - 2017

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER
ENSTİTÜSÜ

**BİREYSEL YATIRIMCILARIN RİSK TERCİHLERİNİ ETKİLEYEN
DAVRANIŞÇI FİNANS MODELLERİ: SOSYO-EKONOMİK VE
DEMOGRAFİK FAKTÖRLER ÜZERİNE BİR ANALİZ**

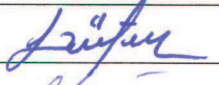
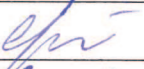
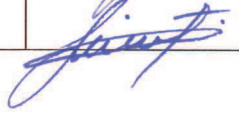
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Yusuf DAYIOĞLU

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme

Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

“Bu tez 25/05/2017 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ	İMZA
Doç. Dr. Gülfen TUNA	BAŞARILI	
Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ	Başarılı	
Yrd. Doç. Dr. Bilgehan TEKİN	Başarılı	



SAKARYA
ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı:

Bireysel Yatırımların Risk Tercihleri Etkileyen Davranışçı Finans Modelleri ; Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerle Üzerine Bir Analiz

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam sayfalık kısmına ilişkin Sakarya Üniversitesi Lisansüstü Yönetmeliği Madde 28 uyarınca aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve tarihinde Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından şahsıma iletilen Turnitin intihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı % 14 'tür.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1) Kaynakça hariç
- 2) Alıntılar dahil
- 3) 5 kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Yusuf DAYIOĞLU
Öğrenci

(Adı - Soyadı, İmzası, Tarih)

21.06.2017

ÖĞRENCİ BİLGİLERİ

Adı - Soyadı

Öğrenci Numarası

Ana Bilim Dalı

Programı

Statüsü

: *Yusuf DAYIOĞLU*

: *0360404052*

: *İşletme*

: *Muhasebe Finansman*

: ☒ Y. Lisans ☐ Doktora ☐ Bütünleşik Doktora

Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak Gümüş

Danışman

(Adı - Soyadı, İmzası, Tarih)

21.06.2017

ÖNSÖZ

Günümüz ekonomik hayatında mikro ve makro düzeyde finansal kararların alınması birden fazla etkene bağlı olarak gerçekleşmektedir. Alınan finansal karar ister küçük ister büyük olsun bu kararı etkileyen birden fazla değişken bulunmaktadır. Bu değişkenlerin en başında karara duyulan ihtiyaç, satın alma gücü, kar elde etme güdüsü gelir. Finansal kararların alınmasında en büyük etken belki de en önemlisi davranışlardır.

Gerek tez konumun belirlenmesi, gerek tezin yazılması gerekse de tezin sonuca ulaşmasında yönlendirme ve yardımlarını benden hiçbir zaman esirgemeyen danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak Gümüş'e tezime olan katkılarından dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Hayatımın her aşamasında ve aldığım önemli kararlarımda yanımda olan çok kıymetli eşime, kızım Mehlika'ya ve oğlum Ahmet Selim'e sevgilerimi sunarım.

Yusuf DAYIOĞLU

28.04.2017

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	iii
TABLolar LİSTESİ.....	iv
ÖZET.....	v
SUMMARY	vi

GİRİŞ	1
-------------	---

BÖLÜM 1: DAVRANIŞÇI FİNANS	5
----------------------------------	---

1.1 Kavramsal Çerçeve	5
1.2. Tarihsel Gelişim Açısından Davranışçı Finans	6
1.3. Davranışçı Finans ve Psikoloji.....	8
1.4. Davranışçı Finans Modelleri.....	8
1.4.1. Temsilli Yatırımcı Modeli.....	9
1.4.1.1.Muhafazakârlık (Conservatism).....	10
1.4.1.2.Temsililik Yanılgısı.....	10
1.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam modeli.....	10
1.4.2.1.Aşırı Güven (Overconfidence), Kendine Atefetme Modeli	11
1.4.2.2.Yanlı Kendine Atfetme (Biased Self Attribution).....	12
1.4.3. İnteraktif İlişkiler Modeli (Hong ve Stein Modeli)	12
1.4.3.1.Haber Avcıları (Newswatchers)	12
1.4.3.2.Momentum Yatırımcıları	12
1.4.4. Bilişsel Çelişki	13
1.4.5. Belirsizlikten Kaçınma, Tanıdık Olanı Tercih Etme	13
1.4.6. Ruh Hali ve İyimserlik.....	13
1.4.7. Donanım Etkisi	14
1.4.8. Statüko Eğilimi	14
1.4.9. Referans Noktası ve Demirleme	14
1.4.10. Küçük Sayılar Kanunu	14
1.4.11. Zihinsel (Mental) Muhasebe	14
1.4.12. Aşırı İyimserlik Yanlılığı (Optimizm)	15
1.4.13. Genele Uyuma, Teamüle Aykırı Davranmama (Sürü Psikolojisi)	15
1.4.14. Mizaç (Pişmanlıktan Kaçınma) Etkisi	16

1.4.15. Bağlılık Önyargısı	16
1.4.16. Bireysel Özellikler	16
1.4.17. Sosyal Etkiler	16
BÖLÜM 2: UYGULAMALAR.....	17
2.1 Uygulama 1: Kişisel Yatırımcıların Yatırım Tercihlerine Etki Eden Psikolojik Etkenlerin Bulunmasına Yönelik Metodolojisi	17
2.1.1. Uygulama Özeti	17
2.1.2. Uygulamaya Giriş	17
2.1.3. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Risk Algısı Etkisini Gösteren Literatür.....	19
2.1.4. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Risk Algısı Etkisini Gösteren Bulgular.....	25
2.1.4.1. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Analizi.....	25
2.1.4.2. Araştırma Yöntemi ve Veriler.....	25
2.1.4.3. Değişkenlerin Belirlenmesi.....	26
2.1.4.4. Elde edilen veriler.....	27
2.1.4.5. Uygulama Sonucu.....	29
2.2. Uygulama 2: Sosyo-Ekonomik Ve Demografik Faktörlere Göre Aşırı Güven Önyargısına Maruz Kalma Düzeyi Açısından Farklılıkların Analizi	31
2.2.1. Uygulama Özeti	31
2.2.2. Uygulamaya Giriş	31
2.2.3. Aşırı Güven Ön Yargısına Dair Literatür Çalışmaları	32
2.2.4. Araştırmanın Konusu ve Hipotezleri.....	34
2.2.4.1. Araştırma Yöntemi ve Veriler.....	35
2.2.4.2. Bulgular ve Tartışma.....	36
2.2.4.3. Uygulama Sonucu.....	42
SONUÇ.....	44
KAYNAKÇA	47
ÖZGEÇMİŞ.....	58

KISALTMALAR

DF : Davranışçı Finans

BİST : Borsa İstanbul



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Örneklem Sıklık ve Yüzde Dağılımları	27
Tablo 2: Yaş Grupları Açısından Risk Algısı Farklılıkları	27
Tablo 3: Sahip Olunan İşAçısından Grupları Açısından Risk Algısı Değişkenliği	28
Tablo 4: Eğitim Seviyesi Açısından Risk Algısı Değişkenliği	29
Tablo 5: Gelir Grupları Açısından Risk Algısı Değişkenliği	29
Tablo 6: Cinsiyet Açısından Risk Algısı Değişkenliği	29
Tablo 7: Örneklem Frekans ve Yüzde Dağılımları	35
Tablo 8: Cinsiyete Göre İşlem Hacmi Değişkenliği	36
Tablo 9: Cinsiyete Göre İşlem Hacmi Değişkenliği Test Sonuçları	36
Tablo 10: Cinsiyete Göre Portföy Dağılım Değişkenliği.....	37
Tablo 11: Cinsiyete Göre Portföy Dağılım Değişkenliği Test Sonuçları.....	37
Tablo 12: Medeni Hale Göre İşlem Hacmi Değişkenliği.....	37
Tablo 13: Medeni Hale Göre İşlem Hacmi Değişkenliği Test Sonuçları	37
Tablo 14: Medeni Hale Göre Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği....	38
Tablo 15: Medeni Hale Göre Portföy Dağılım Düzeyi Değişkenliği Test Sonuçları....	38
Tablo 16: Aylık Gelir Seviyesi Açısından İşlem Hacmi Değişkenliği....	39
Tablo 17: Aylık Gelir Seviyesi Açısından Portföy Dağılım Düzeyi Değişkenliği....	39
Tablo 18: Eğitim Seviyeleri Açısından İşlem Hacmi Değişkenliği.....	40
Tablo 19: Eğitim Seviyeleri Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği.....	40
Tablo 20: Yaş Grupları Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği....	41
Tablo 21: Meslek Grupları Açısından İşlem Hacmi Değişkenliği.....	41
Tablo 22: Meslek Grupları Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği.....	42

Tezin Başlığı: Bireysel Yatırımcıların Risk Tercihlerini Etkileyen Davranışçı Finans Modelleri: Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörler Üzerine Bir Analiz

Tezin Yazarı: Yusuf DAYIOĞLU **Danışman:** Yrd. Doç Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ

Kabul Tarihi: 25.05.2017 **Sayfa Sayısı:** 67

Anabilimdalı: İşletme **Bilimdalı:** Muhasebe ve Finansman

Yatırım kararlarının alınmasında birçok değişken bulunmaktadır. Yatırımcılar her ne kadar rasyonel karar almaya çalışsa da alınan yatırım kararları her zaman rasyonel olamamaktadır. Yatırım kararlarının her zaman rasyonel alındığını öne süren Modern Finans Teorisine yöneltilen en büyük eleştiri bazı psikolojik süreçlerin yatırım kararı rasyonelitesini etkileyeceği, bu nedenle alınan her yatırım kararının psikolojik bazı nedenlerle rasyonel olmayacağı yönünde idi. Yatırım kararlarında psikolojik süreçlerin etkisini ortaya atan ve irdeleyen teori Davranışçı Finans Ekolü'dür.

Bizim çalışmamızın ana amacını sosyo-ekonomik ve demografik faktörlerin bireysel yatırımcıların risk tercihlerini nasıl etkilediğini, bir yatırım firmasında gerçekleşen yatırım kararları üzerinden davranışçı finans modelleri ışığında uygulamalı şekilde ortaya koymaktır. Bireysel yatırımcılar kazançlarını artırmak amacıyla pek çok alternatifin yanında portföy yatırımı yaparlar. Çoğu zaman bu yatırımlar farklı risk seviyelerine sahiptir ve yatırımcılar farklı seviyelerdeki bu riskleri değerlendirerek portföy yatırımlarında bulunurlar. Portföy seçimi ve çeşitlendirmesi gibi riskli yatırım kararları sürecinde bireysel yatırımcılar pek çok faktörün tesiri altında karar verirler. Bunlar arasında gelir seviyesi, yaş, cinsiyet, eğitim durumu, medeni durum ve sahip olunan mesleğin nitelik ve nicelik seviyesi gibi kişisel, iktisadi ve ictimai etkenler yer almaktadır. Bu çalışma yeni adıyla Borsa İstanbul'da (BIST) işlem yapan kişisel yatırımcıların riziko arzuları üzerinde baskıya sebep olabilecek yukarıda sayılan demografik, sosyal ve ekonomik faktörleri incelemek üzere kurgulanmıştır. Bu çerçevede yapılan analizlerde, bireysel yatırımcıların portföy yatırımları sürecinde sahip oldukları risk algısı üzerinde yukarıda sayılan faktörlerin medeni hal durumu dışında tümü anlamlı etkiye sahip olduğu bulgulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: : Davranışçı Finans, Bireysel Yatırımcı Psikolojisi, Sosyo-Ekonomik Etkenler, Yatırım Riskleri, Risk Algısı, Portföy Seçimi, Portföy Şekillendirmesi

Title of the Thesis: Behavioral Finance Models Effects Individual Investors Risk Preference : An Analysis Socio Economic and Demogaphic Factors**Author:** Yusuf DAYIOĞLU**Supervisor:** Assist. Prof. Fatih B. GÜMÜŞ**Date:** 25.05.2017**Nu. of pages:** 67**Department:** Business Adminstration **Subfield:** Accounting and Finance

In the period of taking investment decisions, there are many variables. Although investors try to take rational decisions, these decisions might not be always rational. The biggest critique of Modern Finance Theory, which asserts investment decisions are always made rational, is the probability of some psychological processes that affecting rationality of investment decisions. Therefore each investment decision is not rational because of some psychological reasons. Theory that investigates the impact of psychological processes underlying investment decisions is the Behavioral Finance Theory.

The main aim of this work is to reveal how social, economic and individual factors influence risk preferences of individual investors. This research will be conducted practically on the investment decisions of an investment company in the light of behavioral finance models. Individual investors make portfolio investments apart from other alternatives in order to increase their gains. Freguently, these investments have different risk levels and investors make portfolio investments by evaluating those risks. In the process of taking risky investment decisions like portfolio choice and diversification, individual investors decide under the influence of many different factors. Those are social and economic factors such as income level, age, gender, education level, marital status and quality and quantity level of the profession. This research is constructed to investigate demographic, social and economic factors which might be effective on the risk tendencies of individual investors transacting in Borsa İstanbul (BIST) with its current name. The analyses within this framework demonstrated that risk perceptions of individual investors in the process of portfolio investments have been affected from the factors mentioned above, with the exception of marital status.

Keywords: : Behavioral Finance, Individual Investor Psychology, Socio-Economic Factors, Investment Risks, Risk Perception, Portfolio Selection, Portfolio Shaping

GİRİŞ

İnsan davranışları tüm sosyal bilimlerde iç veya dış değişken olarak dolaylı ya da doğrudan kendisini göstermektedir. Son yıllarda finans üzerine yapılan çalışmalarda; geleneksel finansal modellerin piyasalarda gerçekleşen olayları açıklamakta yetersiz kaldığını düşünülerek, özellikle bilişsel psikolojisi (cognitive psychology) alanındaki akademik çalışmalardan elde edilen kanıtlar ile desteklenerek finansal modeller geliştirilmeye çalışılmıştır. Bireysel kararlarda rasyonel insan düşüncesinin yanı sıra, psikolojik, sosyolojik ve ekonomik davranış etkenlerini de dikkate alan bu çalışmalara genel olarak “davranışçı finans” denilmektedir.

Yatırım kararlarında rasyonel olma, akılcı hareket ederek akıllıca kararlar almaktır. Geleneksel finans teorilerinin özünü; bireylerin rasyonel hareket ettikleri, aldıkları yatırım kararlarını etkileyen değişkenleri rasyonel değerlendirdikleri oluşturmaktadır. Geleneksel finans teorileri bireylerin psikolojik ve sosyolojik etkenlerin dışında karar aldıkları ve riskten kaçındıklarını varsayımına dayanmaktadır.

Geleneksel finans teorilerinden en önemlisi beklenen fayda teorisidir. Temeli Daniel Bernoulli tarafından ortaya atılan, John von Neumann ve Oscar Morgenstein tarafından geliştirilen fayda teorisinden sonra Kahneman ve Tversky tarafından beklenti teorisi öne sürülmüştür. Beklenen fayda teorisi de alınan kararlarda rasyoneliteyi savunduğundan ve psiko-sosyal davranışları göz ardı ettiğinden dolayı eleştirilere maruz kalmıştır.

Geleneksel finans teorilerinden bir diğerini de etkin piyasalar hipotezi oluşturmaktadır. Etkin piyasalar hipotezi de diğer geleneksel teoriler gibi insanların rasyonel hareket ettiklerini varsaymaktadır. Etkin piyasalar hipotezinin savunucularından Samuelson ise piyasadaki tüm karar alıcıların bilgi ve beklentilerinin fiyatları etkilediği zaman fiyat değişikliklerinin tahmin edilemeyeceğini varsaymaktadır.

Önemli bir diğer teorem ise Modern Portföy Teorisidir. Modern Portföy Teorisi ise finansal varlıklardan oluşan portföyün beklenen getiri ve risklerinin rasyonellik beraberinde çeşitli varsayımlara göre hesaplanmasıdır.

Modern Portföy Teorisinden sonra ortaya atılan bir diğer model de, yatırımcıların hisse senedinden bekledikleri getiri oranının risksiz faiz oranına eşit olacağını savunan Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelidir.

Geleneksel finans modelleri fiyat beklentileri, faiz, getiri vb. etkenler üzerinden rasyonellik doğrultusunda şekillenmektedir. Geleneksel finans modellerine sadece rasyonel hareketi dikkate almasından dolayı çok sayıda eleştiri yöneltilmiştir. Alınan yatırım kararlarında rasyonel hareketin dikkate alınması psikolojik, sosyolojik ve ekonomik birçok kriterin göz ardı edilmesi nedeni ile Davranışçı Finans adı verilen yeni bir kavram ortaya çıkmıştır.

DF en genel tanımlaması ile insanların bir karar alırken nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. Geleneksel finans modellerinden farklı olarak insanlar rasyonel değil “normal” kabul edilirler ve alacakları kararlarda risk ve faiz dışında psikolojik, sosyolojik ve diğer ekonomik değişkenleri dikkate alırlar. Fayda maksimizasyonunun yanı sıra optimizasyonu hedeflerler. Bir karar alması gereken yatırımcıların alacakları kararlarda davranışlarını da göz önünde bulundurarak finansal analizlerini zengileştirirler.

Kısaca yatırım kararı alan bir kişi, geleneksel teoride yer alan rasyonel bir kişi değil ise bu kişi kararını davranışçı finansa göre almaktadır.

Çalışmanın Amacı

Bireysel yatırımcılar kazançlarını artırmak amacıyla pek çok alternatifin yanında portföy yatırımlarında da bulunurlar. Çoğu zaman bu yatırımlar farklı risk seviyelerine sahiptir ve yatırımcılar farklı seviyelerdeki bu riskleri değerlendirerek portföy yatırımlarında bulunurlar. Portföy seçimi ve çeşitlendirmesi gibi riskli yatırım kararları sürecinde bireysel yatırımcılar pek çok faktörün tesiri altında karar verirler. Bunlar arasında gelir seviyesi, yaş, cinsiyet, eğitim durumu, medeni durum ve sahip olunan mesleğin nitelik ve nicelik düzeyi gibi bireysel, sosyal ve ekonomik etkenler yer almaktadır.

Bu çalışma kişisel yatırımcıların risk alma duyguları üzerinde belirleyici olabilecek demografik, sosyal ve ekonomik faktörleri incelemek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bireysel yatırımcılar finansal karar verdikleri zaman sadece rasyonellik ile hareket etmemekte; iktisadi beklentilerin yanı sıra psikolojik ve sosyolojik eğilimlere göre de karar vermektedirler. Çalışmada da bireysel yatırımcıların kararlarında sosyolojik ve psikolojik etkenlerin ne derece önemli olduğu tespit edilmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın Önemi

Ülkemizde yatırımcı davranışları üzerine son yıllarda bir çok çalışma yapılsa da üzerine yeterince eğilinmemiştir. Piyasa dinamiklerinin gerçekte hangi sosyal ve psikolojik etkenlerle dinamiklerle belirlendiğine, yatırımcıların kararlarını nasıl aldıklarına ilişkin hususlar konsolide bir tanımlama ile ortaya konulamamıştır. Bu boşluğu doldurmak için yatırımcı davranışlarının psikoloji ve sosyoloji gibi “diğer” sosyal bilimlerden yararlanmak suretiyle değerlendirilmesi finansal analizlere yeni bir yön ve boyut katacaktır.

Geleneksel finans modellerinin sadece rasyonelliği dikkate alması DF’in ise bunun yanı sıra birçok etkeni de dikkate alarak finansal modelini zengileştirmesi çalışmanın önemini göstermektedir.

Çalışmanın Yöntemi

Araştırmamızda 100 bireysel yatırımcının BİST’te 2 Ocak 2009 ile 3 Aralık 2011 tarihleri arasında gerçekleştirdikleri pay senedi ve tahvil ve benzeri menkul kıymet alım-satım işlemlerine ilişkin gerçek veriler kullanılmıştır. Bir bankanın aracı kurumundan elde edilen veriler, yatırımcının cinsiyeti, yaşı, mesleği, medeni durumu, eğitim seviyesi ve aylık gelirin yanında hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymet alım-satım işlemlerine ilişkin tarih ve saat, fiyat, faiz, gün, miktar ve seans içeriklerine sahiptir.

Verileri çalışma kapsamına alınan yatırımcıların belirlenmesinde tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır. Belirli sayıda kişi üzerinden genel eğilim ölçülmeye çalışılmış olup bu bağlamda tümevarım yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın Kısıtları

Çalışma kapsamında verileri kullanılan yatırımcılar Türkiye’nin farklı bölgelerinde nüfusa kayıtlıdır. Bireysel yatırımcıların tüm zenginliği ve finansal okur yazarlık seviyeleri ise bu bilgiler edinilemediği için çalışmamızda mevcut değildir.

Tezin İçeriği

Tez iki bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde davranışçı finans modelleri açıklanmıştır. Burada davranışçı finans kavramı tanımlanmış, davranışçı finansı oluşturan faktörlere detaylı bir şekilde yer

verilmiştir.

Tezin ikinci bölümünde ise; davranışçı finans modeli ışığında bir bankanın gerçek yatırımcılarından temin edilen veriler üzerinden uygulama yapılmış ve sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır.



BÖLÜM 1: DAVRANIŞÇI FİNANS

Geleneksel Finans Teorilerinin öne sürdüğü en önemli arguman insanların karar almalarında rasyonel davrandıklarıdır. İnsanların rasyonel olduklarını varsayan ve bu dayanakla hareket eden geleneksel finans teorileri ilerleyen dönemlerde çok sayıda eleştiriye maruz kalmıştır. İnsanların tamamen rasyonel olmadıklarını ve bireylerin ekonomik, sosyal ve psikolojik etkenler ile karar verdiklerini öne süren Davranışçı Finans hakkında bu bölümde kapsamlı bilgi verilecek, uygulama ise Davranışçı finans ışığında açıklanacaktır.

1.1. Kavramsal Çerçeve

Davranışçı finans; finansal kararların oluşumunda başta psikoloji olmak üzere davranış etkileyen diğer bilimlerin de etkisini dikkate alan ve finansal kararlarda bireylerin davranışlarını da açıklamaya yardımcı olan bir bilim alanıdır (Aghalarova, 2013: 26).

Geleneksel finans modellerinin açık kalan alanını kapatmak üzere doğan davranışçı finans modelleri, rasyonel (geleneksel) modellerin yeterince açıklayamadığı yatırımcı davranışlarını, pazar anomalilerini açıklamak amacıyla geliştirilmiştir. Geleneksel finans yatırımcıları rasyonel kabul eder. Davranışçı finans ise yatırımcıları irrasyonel, başka bir ifade ile “normal” kabul eder. Yani yatırımcıların yatırım kararı alırken iktisat bilimi tarafından rasyonellik olarak ifade edilen hususlar (risk ve getiri) dışında başka değişkenleri de dikkate alır (Taşpunar, 2010: 3).

Davranışçı finans genel olarak insanların işlem yaparken nasıl davrandıklarını gözlemleyip ortaya koymaktadır. Davranışçı finansda insanlar rasyonel değil “normal” kabul edilirler (Bostancı, 2003,13)

Bu bağlamda, risk ve getiri dışındaki değişkenlerin yatırım kararlarında değişen ölçülerde etkili olmasının bir sonucu olarak yatırımcıların azami fayda sağlayan kararlar yerine, kendilerinin tatmin olacağı davranışsal kararlar alacaklarını öne sürer (Taşpunar, 2010, 3).

Davranışçı ekolü savunanları geleneksel finansal analizlerden ayıran en önemli farklardan biri kullanılan metodolojidir. Geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya konur, sonra bunun üzerine araştırmalar yapmak suretiyle doğruluğu araştırılır. Davranışçı finansda ise önce piyasadaki davranış gözlem yolu ile

tespit edilir. Sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model ortaya konmaya çalışılır. Davranışçı finasta geliştirilen modeller finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettikleri problemini çözmeye çalışır (Bostancı, 2003: 13).

Bireysel yatırımcıların verdikleri kararlarda sezgi, psikolojik davranışlar ve duygular ön plandadır. Zaten bir kararın alınmasında psikolojik etkenlerin olmaması düşünülemez. Davranışçı finans işte bu psikolojik etkenlerden kaynaklı zihinsel hataları açıklar. (Aghalarova, 2013:26)

İnsanların sistematik bir şekilde ve muhakemeden yoksun olarak optimum karar vermeye engel nasıl karar verdiklerine dair psikologlar tarafından çok sayı da araştırma yapılmıştır. (Bostancı, 2003:9) Verecekleri kararlarda duygular, ön yargılar, ihtiyaçlar ve fiziksel güdüler ön plana çıkabilmektedir. Aç karnına alışveriş yaparken yeme ihtiyacı bağlamında birçok şeyin alınması, bir şeyi alır iken çok küçük fiyat farkı ile ihtiyacı olmasa da satın alma kararı vermesinde psikolojik etkenler ön plana çıkmaktadır. (Aghalarova,2013:26)

Yukarda anlatılanlar bağlamında; karar almada geleneksel finans modellerinin dolduramadığı boşluğu davranışçı finans doldurmaktadır. Günümüzde davranışçı finansın kavramsal çerçevesi gitgide genişlemektedir. Davranışı şekillendiren etkenler çoğalmakta, duygusal karmaşıklıklar ile psikolojik davranışlar anlık değişkenlik gösterebilmektedir.

1.2.Tarihsel Gelişim Açısından Davranışçı Finans

Geleneksel yaklaşımlar bir modelin ortaya çıkmasında fikri ilk ışıklar olması nedeni ile önemlidir. Bunlara klasik modeller de denir. Aslında düşüncenin temeli klasik yaklaşımlar ile atılır. Sonradan eleştiri veya tepki olarak ortaya çıkan çağdaş yaklaşımlar, neo yaklaşımlar daha çok klasik düşüncelerin geliştirilmiş halidir. Tabiki bu yaklaşımlar tamamen klasik kökenli olupabileceği gibi, klasik yaklaşımlardan farklı da olabilir. Tarihsel yaklaşımların fikri ilk ışıklar olmasının bilim dünyasına olan katkıları yadsınamaz.

Ortaya çıktığı ilk günden bu yana geleneksel finansın varsayımları birçok yönden

eleştirilmiştir. Bu eleştirilerden ilk ve en önemlisi tüm insanların rasyonel tercih yapacağı fikridir. İnsan çok yönlü bir varlıktır. İnsanların her zaman rasyonel karar vereceği fikri yanıltıcıdır. İşte tam bu noktada Davranışçı Finans gerek geleneksel açığı kapatmak, gerekse de günün ihtiyaçlarına uygun analiz için yeni perspektifler getirmektedir. (Aghalarova, 2013:26).

Yatırımcıların her zaman akılcı davranmadıkları birçok çalışma ile kanıtlanmıştır. Yaşamda, her zaman doğru bilineni yapmak ve optimal kararlar vermek mümkün değildir. Bunun en önemli nedeni insan düşünce yapısıdır. Piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği göz önüne alınması ya da karar alma süreçlerine psikolojik faktörlerin de eklenmesiyle geleneksel modeller önemini kaybetmiş, bunun sonucunda davranışçı finans ortaya çıkmıştır (Ateş, 2007:46)

Klasik ve neo-klasik teorilere göre, karar veren her insan rasyonel varlıktır. İnsan davranışları çok karmaşık ve çok değişik yapıya sahip olduğundan, finans literatüründe insan davranışlarını analiz edebilecek bir alanı ortaya çıkarmıştır. Davranışçı Finans adını alan bu alan bireylerin finansal karar alma süreçlerini karar verirken algıladıkları davranışların karara olan etkilerini ölçmektedir.

İnsanların bulundukları yargılarda, aşırı güven, ön yargılar, korkaklık, tecrübesizlik, üzüntü hali, mutluluk hali ve tecrübelerine güvenmeleri gibi durumların etkisi ile tekrar eden bazı hatalar yapabilmektedirler. Davranışçı Finans, etkin piyasalarda rasyonel yatırımcıların beklenen fayda maksimizasyonuna ilişkin mevcut geleneksel varsayımları dikkate almadan ondan bağımsız yeni bir bakış açısına sahiptir. Davranışçı Finans, finansman, psikoloji ve antropoloji bilimlerinin etkileşim halinde bir arada değerlendirilmesidir (Aghalarova, 2013: 27).

Davranışçı finans; psikoloji, sosyoloji, antropoloji bilimlerinin etkileşiminden türetilmiş, insan davranışlarına dayanan kuramlardan yararlanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Davranışçı finansın temeli, finansal piyasaların davranışları hakkındaki bilginin geliştirilmesinde yararlı olabilecek bu üç sosyal bilimden türetilen prensiplere göre şekillenir (Ateş, 2007:46)

Davranışçı Finans 20. Yüzyılın ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan bir bilim olmasına rağmen birçok sosyal bilimci davranış modellerinden bahsetmişlerdir. Ancak

Davranışçı Finansı ve katkı saliteratüre kazandıran Daniel Kahneman ve Amos Tversky olmuştur. “Beklenti teorisi”nin kurucuları olan Kahneman ve Tversky 1973 yılından sonra Davranışçı Finansa yeni modeller getirmiş ve dinamik bir şekilde katkı sağlamışlardır. Davranışçı Finansa emek veren ve katkısı bulunan diğer bir yazar ise doktora öğrencisi Richard H. Thalerdir. Yazmış olduğu eserlerle Kahneman ve Tversky’nin “Umut teorisi”ni desteklemiş ve Davranışçı Finansın gelişmesinde ciddi katkıda bulunmuştur. (Aghalarova, 2013:28)

Günümüzde, davranışçı finans hızla taraftar bulan bir model haline gelmiş aynı zamansa uluslar arası düzeyde yapılan bir çok bilimsel çalışmaya da konu olmuştur (Ateş, 2007:48).

1.3. Davranışçı Finans ve Psikoloji İlişkisi

Davranışçı finans ekonomik olguları analiz ederken öncelikli olarak gözlemlere dayansa da, psikolojik süreçlerin insan davranış ve tercihlerini nasıl etkilediğini direkt ölçmek her zaman mümkün ve kolay değildir (Can, 2012:97)

Geleneksel modelde tüm riskler ve getiriler yatırımcılar tarafından matematiksel ve teknik olarak hesaplanmakta ve yapılırken duygular etkili olmamaktadır. Bu varsayım zayıf ve eksik bir varsayımdır. Çünkü insanlar, özellikle risk ve belirsizlik içeren durumlarda karar vermek zorunda kaldıklarında, duygularından fazlasıyla etkilendiklerini gösteren çok sayıda ıspat vardır (Bostancı, 2003: 14-15).

İktisadi açıdan karar mekanizması işletildiğinde rasyonel karar verme olgusu başlangıçta geçerli bir olgu gibi görükse de bir kararın alınmasında tek başına yeterli değildir. Psikolojik etkenler alınan kararlarda dolaylı veya doğrudan her zaman vardır. Bu nedenle davranışçı finans ile psikoloji yakın bir ilişki içerisinde.

1.4. Davranışçı Finans Modelleri

Davranışçı finans bilişsel ve duygusal faktörlerin etkileri üzerine çalışmaktadır. Bilişsel eğilimler; yatırımcıların karar alma sürecini kısaltma ve bir kısa yol yaratma arayışı sonucunda oluşmaktadır. Duygusal eğilimler ise temel olarak kayıptan ve pişmanlıktan kaçma istekleri tarafından psikolojik olarak yönlendirilirler. (Sefil ve Çilingiroğlu, 2012:247-248).

Yatırımcıların pek çoğu yatırımları ile ilgili karar alırken yukarda belirtilen bilişsel ve sebeplerden dolayı etraflıca düşünmeden harekete geçme eğilimindedir. Bunun sebepleri arasında; cazip fırsatları kaçırmamak adına aceleci ve hırslı davranmak, piyasadaki bilgiye güvenin tam olmaması, piyasada etik kuralların işlerlik sağlamaması, yatırımcının kendine olan güveninin eksikliği ve piyasadaki karmaşık bilgiler üzerinden net bir sonuca ulaşabilecek entelektüel kapasite eksikliği sayılabilir. (Aghalarova, 2013:30)

Bilişsel eğilimler; çerçeveleme, zihinsel muhasebe, belirsizlikten kaçınma, muhafazakârlık, temsiliyet, ulaşılabilirlik, aşırı güven, doğrulama ve bilişsel uyumsuzluk şeklinde kendini göstermektedir. Duygusal eğilimler ise iyimserlik, yatkınlık, hakimiyet, sahiplik ve mevcut durum (statüko) şeklindedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2012:248).

Bu sebeplerden kısa yoldan anlama noktasında yatırımcılar bazı hatalı eğilimlerini yatırım kararları alırken kullanırlar. Bu hatalı eğilimler sonuca hızlı götüren ve yatırımcı açısından psikolojik belli bir düzeyde tatmin edici olmakla beraber güvenilir olmayan eğilimlerdir (Aghalarova, 2013:29)

Davranışçı finans iktisadi alanda pek çok alanda çalışılmıştır. Bunun yanı sıra oyun teorisi, hukuk ve makro iktisattaki gelişmelere önemli katkı sağlayan bir alan oluşturmuştur (Can, 2012:97).

Davranışçı Finasta ortaya konan modeller aşağıda sıralanıp açıklanmıştır.

1.4.1. Temsilli Yatırımcı (Representative Agent) Modeli

İlk model Barberis ve diğ. (1998)'in, psikolojik bulgular üzerine kurulu “temsilli yatırımcı” modelidir (Aghalarova, 2013:30).

Bu modelde temsili yatırımcıyı yargı hatasına düşüren, muhafazakârlık (conservatism) ve temsil edilebilirlik (representativeness) olmak üzere iki tip bulunmaktadır. *Muhafazakârlık*; yatırımcıların karar vermede yeni bulgu ve bilgilerle karşılaştığında eskiden kalma inanç ve tutumlarını yani yargılarını kolay kolay değiştirmemesidir.

Temsil edilebilirlik yanlılığı ise; yatırımcılar yargıya varırken en son en fazla göze çarpan ve olağandışı görünen unsurlara aşırı ağırlık verilmesi ve dağılım

popülasyonunun istatistikî özelliklerini göz ardı etme eğilimidir (Ülkü, 2001: 106).

1.4.1.1. Muhafazakârlık (Conservatism)

Muhafazakârlık yargı hatası, tepki vermemesine sebep olur. Muhafazakar bireyler eski bilgi ve tecrübelerine çok atıfta bulunup kolay kolay vaz geçmezler. Yatırımcılar bu yargı hatası nedeni ile, daha önceki vermiş oldukları kararın yanlış olduğu fikrini kabullenmezler ya da kabullenmek istemezler. Yani, başarısızlığı kabul etmeme, başarısızlığı sahiplenmeme eğilimindedirler (Agholarova, 2013:29)

Temsili yatırımcı modelinde, yetersiz reaksiyon muhafazakarlığı açıklamaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak muhafazakar yatırımcılar kendi öncelikli bilgilerine aşırı güven gösterirler. Yani yeni bilgiye reaksiyon göstermezler. Daha sonra bu aşırı güven kamuya açıklanan bilgilerden sonra etkisini kaybetmeye başlar. Bu süreç boyunca yatırımcı kararları piyasayı, fiyatları etkilediğinden ve değişimler olduğundan düşük tepki anomalisinin oluşmasına neden olur. Karlarda değişimler olduğunda fiyatların tekrar eskiye döneceğine yönelik bir inanç da söz konusudur (Barak, 2008:212).

1.4.1.2. Temsililik Yanılgısı

Yatırımcılar yatırım kararı alırken karmaşık, uzun ve analiz gerektiren, belirli bir düşünce süzgecinden geçmeyi gerektiren süreçleri takip etmekten ziyade basit kısa yolları tercih ederler. Her iyi şirketi iyi bir yatırım veya geçmişteki iyi kazandıran şirketleri şimdi de kazandırıyor diye nitelendirilebilirler. Bu durum kısayol tercihidir. (Aghalarova, 2013:32)

Burada temsil edilebilirlik yanlılığı aşırı reaksiyon ise ile açıklanmaktadır. Muhafazakarlıkta ortaya çıkan yetersiz reaksiyon temsillik yanılgısında kendisini aşırı reaksiyon şeklinde gösterir (Barak, 2008:212).

İnsanlar burada az bilgiden sonuç çıkarma yani az bilgiye aşırı reaksiyon gösterme eğilimi içindedirler.

1.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam modeli

Aşırı güven ve yanlı kendine atfetme olarak adlandırılan 2 kısma ayrılır.

Aşırı güven (overconfidence); yatırımcının sahip olduğu özel bilgiye sahip olması gerekenden daha fazla güven duymasıdır.

Yanlı kendine atfetme (biased self attribution); yatırımcının kendi bilgisine olan

güven ile yatırım performansı arasında ilişki kurması ve bu güveni yatırım performansı ile ilişkilendirilmesi halidir (Barak, 2008: 212-213).

1.4.2.1. Aşırı Güven (Overconfidence), Kendine Atfetme Modeli

Davranışçı finansa göre pek çok yatırımcı kendine fazla güvenerek yatırım yapar. Sahip olunan bu aşırı güven, bireylerin; kendi bilgilerinin değerini yüksek görmelerine, böylelikle riskleri kısıyoldan değerlendirerek düşük algılamalarına, aynı zamanda olayları kontrol etme becerilerini de abartmalarına sebep olmaktadır (Döm, 2003: 61).

Aşırı güven, insanların yeteneklerine gereğinden fazla değer verme ve aşırı düzeyde iyimser olma yönünde davranışta bulunmasıdır. Genel olarak verilen işin zor ve geri bildirimlerin yavaş alındığı, tek başına karar verilmesi gerektiği ortamlarda, insanlarda daha çok aşırı güven yani kendine atfetme davranışı gözlemlenmektedir (Rodriguez, 2002: 10).

Kendine aşırı güven, eğer piyasada olumlu sinyaller algılanırsa yatırımcılarda daha fazla varlık satın almaya, tam tersi piyasada olumsuz sinyaller algılanırsa yatırımcılarda daha fazla varlık satmaya neden olmaktadır (Aghalarova, 2013:33).

Aşırı güven, yatırımcıların, hisse senedi değerlemesi anlamında kendi yeteneklerini abartmalarına, hisse senedine yatırım yapılan şirketle ilgili negatif önemsemelerine neden olabilmektedir. Bunun yanında yatırımcılar aşırı güvenleri nedeniyle aşırı işlem yapma hatasına düşmekte ve işlem maliyetlerini de dikkate alarak bir değerlendirme yapıldığında aşırı işlemler nedeni ile zarar etmektedirler.

“Kendine atfetme” eğilimi ise insanların genel olarak başarıyı kendinden bilmeleri, başarısızlığı ise kendi dışında dış faktörlere bağlamaları şeklindeki eğilimi ifade eder. Yanlı kendine atfetme, yatırımcıların bilgileriyle kamuoyunun bilgilerinin eşleşmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Böylece kişinin bilgisine olan güveni artar, bu durum da aşırı tepkiye neden olmaktadır (Ergün, 2009: 39).

Yatırımcının, kazancın tamamen kendi bilgi ve yeteneğinden kaynaklanıyor olduğunu düşünmesi (aşırı güven), çok fazla risk almasına (fazlaca alım-satım yapmasına); bunun sonucunda da yanlış yatırımlar yapıp, portföyün getirisi açısından risk dengesini sağlayamaması nedeniyle olumsuz sonuçlarla karşılaşmasına sebep olmaktadır (Sönmez, 2010: 97).

1.4.2.2. Yanlı Kendine Atfetme (Biased Self Attribution)

Yanlı kendine atfetme; insanların kendilerini onaylama bilgilerine fazla değer verip, kendilerini onaylamayan bilgilere ise az değer verme ve göz ardı etme eğilimidir (Ülkü, 2001: 107).

Yanlı kendine atfetme davranışı, kişilerin kendi yetenekleri kapsamında tecrübe edindikleri bilgiye sahip oldukları zaman oluşmaktadır. Yani yatırımcılar kendi

Yetenek ve tecrübeleri sonucu vardıkları yargının olumlu sonuç vermesi halinde yanlı kendine atfetme davranışı ortaya koyarlar. (Barak, 2008: 188-189).

1.4.3. İnteraktif İlişkiler Modeli (Hong Kong Stein Modeli)

İnteraktif ilişkiler modeli, heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkilere dayanan bir modeldir ve Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilmiştir (Bodur, 2016:27). Bu modeled “Momentum yatırımcıları” ile “Haber avcıları” tek very üzerinden ilem yapan kişileri temsil ederler.

1.4.3.1. Haber Avcıları (Newswatchers)

Bu tip yatırımcılar, hisse senedi değerlemesinde temel analizi kullanırlar ancak teknik analizden çok fazla yararlanmazlar (Bodur, 2016: 27).

Haber avcıları yeni bir bilgi aldıklarında, temel bilgide henüz bir değişiklik olmadan, özel duyumu aldıkları andan itibaren fiyatların bilginin derecesi yönünde artırmasına ya da azaltılmasına neden olmaktadır. Haber avcıları “n” döneminde bir bilgi aldıklarında aynı anda fiyatların sıçramasına neden olacaklar ama söz konusu bilgi piyasaya gelmemiş olduğundan, özel bilgi yatırımcılar arasında yavaş yayıldığından dolayı, belirli bir süre olması gereken değer altında seyredecektir. Bu süreçte hisse senetleri fiyatlarında düşük reaksiyon oluşacaktır (Aghalarova, 2013:35).

1.4.3.2. Momentum Yatırımcıları

Momentum yatırımcıları haber avcılarının aksine, tamamen geçmiş fiyat hareketlerinden yararlanarak yatırım kararı alırlar. Bu yatırımcılar, tahminlerinde teknik analizle hareket ederler (Bodur, 2016:27).

Söz konusu yatırımcılar geçmiş fiyatları kullanarak hareket ettikleri ve bu fiyatlardan analiz yaptıkları için haber avcılarının neden olduğu eksik reaksiyonu tamamlarlar. Momentum yatırımcıları basit stratejiler kullandıkları için, yeterli risk payının da etkisi ile bu süreçte piyasa verimli hale gelir, hisse senedine olan reaksiyon artar, fiyatlar daha da yükselir ve buda uzun dönemde aşırı reaksiyona neden olur. Yapılan deneylerde, momentum yatırımcılarının risk alma konusunda nötr davranmaları halinde bile aşırı reaksiyonun gözlemlendiği sonucuna ulaşılmıştır (Barak, 2008: 196).

1.4.4. Bilişsel Çelişki

Bilişsel çelişki, bireyin düşüncesine ters düşen bilgileri önemsememesi, görmezden gelmesi veya kabul etmemesidir (Bodur, 2016:31)

İnsanlar kendi yatırım kararlarının hep iyi olduğunu düşünür ya da buna inanmak isterler. Aksi durumda maruz kalacakları mutsuzluk ya da ıstırapı çekmemek pahasına yanlış yatırımlarda bulunmayı uzun süreler tercih edebilirler (Aghalarova, 2013:36)

1.4.5. Belirsizlikten Kaçınma, Tanıdık Olanı Tercih Etme

İnsanlar tanıdığı ve bildiğine aşına, dost iken tanımadığı veya bilmediğine uzaktır. Hatta bu bağlamda söylenen “En kısa yol bildiğin yol” ifadesi bu davranış modelini en iyi şekilde özetler.

Yatırımcılar karar verirken bu yola sıklıkla başvururlar. İnsanlar iki riskten daha fazla aşına olduğunu tercih eder. Örneğin bölgesinde faaliyet gösteren ve hakkında bilgi sahibi olduğu bir firmaya ait ürünü veya televizyonda reklamlardan aşına olduğu bir diğer ürünü bilmediği ve hakkında fikir sahibi olmadığı ürüne tercih eder (Bodur, 2016:29)

1.4.6. Ruh Hali ve İyimserlik

Ruhsal durum insanların her türlü kararlarını etkilemekle birlikte yatırımcıların da analizlerini ve değerlendirmelerini etkilemektedir. Ruh hali üzerinde etkili olan faktörler arasında güneşli ve uzun günlerin etkisi sayılabilir. Güneşli ve uzun günlerin hisse senedi getirileri üzerinde yatırımcıların ruh halini pozitif etkilemek suretiyle etkin olduğuna dair literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Ayrıca desteklediği partinin iktidar da olması da istikrar düşüncesi ile iyimserliğe veya desteklemediği partinin

iktidar da olması da kötümserliğe neden olabilir. (Aghalarova, 2013:36).

1.4.7. Donanım Etkisi

Bir işlem ile ilgili bilgi sahibi olursa da donanım eksikliği olabilir. İnsanoğlu gelecekte elde etmesi muhtemel varlıklardan daha ziyade sahip olduklarını muhafaza etmeye daha fazla heveslidirler. Yani eldeki kuşu daldaki kuşa tercih edilirler.

İnsan sahip olduğu varlıklara daha fazla değer biçer. Bu etki yatırım kararlarında da gözlemlenmekte örneğin kadınların bir menkul kıymeti erkelere nazaran daha fazla ellerinde tutmalarına neden olmaktadır. Yapılan bir araştırmada, öğrencilere yüklü bir miras kaldığı varsayılarak çeşitli ve birbirinden farklı yatırımlar yapmaları istenmiştir. Öğrencilerin çoğunun mirasın mevcut şekli ile kalmasını tercih ettikleri görülmüştür (Gümüş ve diğerleri, 2013:79)

1.4.8. Statüko Eğilimi

Statü bir dışsal faktördür (Ateş: 2007,57).Birçok maddi yatırım, yatırımcının karşılaştığı yatırım alternatifleri karşısında hiçbir şey yapmama, önceki yada mevcut yatırımı devam ettirme olarak tarif edilen statüko eğilimine açıktır. Bu optimal bir tercih olmasa dahi statüko eğilimine maruz yatırımcılar yatırım alternatifleri arasından önceki seçtiklerini tercih etme eğilimindedirler (Aghalarova, 2013: 37)

1.4.9. Referans Noktası ve Demirleme

Yatırımcıların menkul kıymetin belirli bir fiyat noktasını “referans noktası” kabul ederek bu noktaya odaklanması “demirleme” karşılaşılan bir durumdur. Eğer yatırımcı bir müddet önce bir varlık satın aldıysa yatırımcı bunu çok sık referans noktası olarak kullanma eğiliminde olacaktır. En yüksek fiyat da yatırımcı için bir referans noktasıdır (Gümüş ve diğerleri, 2013:79)

1.4.10. Küçük Sayılar Kanunu

İnsanlar tesadüfi olarak bir popülasyondan çekilen örneklemin popülasyonun tüm özelliklerini yüksek bir temsil gücüne sahip olduğunu kabul ederler (Gümüş ve diğerleri, 2013:80). Yani örneklem tüm evreni temsil gücüne sahiptir.

1.4.11. Zihinsel (Mental) Muhasebe

Bireyler de işletmeler gibi yapmış oldukları işlemleri ve finansal olayları kayıt altına almak, analiz etmek ve sonuçlarını görmek isterler. Bu durum zihinsel muhasebe olarak adlandırılır (Bodur, 2016:31)

Zihinsel muhasebe finansal faaliyetleri düzenlemek, değerlendirmek ve takip etmek için bireyler tarafından kullanılan bilişsel işlemlerden oluşur. Nasıl ki işletmeler işlemlerini takip için ayrı ayrı hesaplar kullanırlar yatırımcılar da yaptıkları her bir işlem için zihinlerinde ayrı bir mental veya zihinsel hesap açıp bu işlemi diğer işlemlerden ayrı olarak izlerler. Bir sonuç mental bir hesaba kaydedildikten sonra, o sonuca diğer bir açıdan bakmak güçleşmekte ve bu nedenle de bireyin kararlarının beklenmedik bir şekilde etkileyebilmektedir. Yani zihinsel muhasebede bir anlamda katagorize etme ve kodlama durumu söz konudur. (Aghalarova, 2013:38).

Zihinsel muhasebeye örnek olarak plastik para olarak düşünülen kredi kartı verilebilir. Kredi kartı zihinsel olarak değeri kaybolmuş, düşük önemde paradır. Bu durum, sankipara harcamadan alışveriş yapıyor hissine iterek insanları daha çok harcamaya teşvik eder. Bu durum zihinsel muhasebe oyunudur (Aghalarova, 2013:38).

1.4.12 Aşırı İyimserlik Yanlılığı (Optimizm)

İnsanların geleceğe ilişkin beklentileri rasyonel hareket etmekten öte bir iyimserlik seviyesindedir. İnsanların çoğu geleceğin onlara eski kuşaklardan daha çok iyi şeyler getireceğini düşünmektedirler. Aşırı iyimserlik, insanların yetenek ve bilgilerini aşırı değerlendirme durumudur. İnsan psikolojisindeki bu yaklaşım nedeniyle, normal veya aşırı zor sorunlarla karşılaşıldığında verilen yanıtlar yanlış derecelendirilmektedir (Aghalarova:2013:39)

Davranışçı finansın en tutarlı bulgularından biri olan aşırı iyimserlik yanlılığı, insanların kazanma ihtimali düşük getirisi yüksek şans oyunlarına (loto, toto, piyango vb.) duyduğu eğilimin temel sebeplerinden biridir. Aşırı iyimserlik yanlılığı; olayların önceden tahmin edilebileceğine inanç eğilimi ve iyi sonuçların kendimize (öğrencinin zayıf alırsa durumu öğretmenine, iyi alır ise kendisine yorumlaması gibi) kötü sonuçların kendimiz dışındaki faktörlere bağlı olduğunu iddia etme eğilimleri sonucu ortaya çıkar.

1.4.13. Genele Uyuma, Teamüle Aykırı Davranmama (Sürü Psikolojisi)

İnsan davranışlarının finansal kararlara yansımaları konu edinen davranışçı finasta

olduğu gibi, sosya etkileşimin vazgeçilmezi iletişimdir. Başlıca toplumsal iletişim tipleri arasında mübadele, işbirliği, rekabet, çatışma, kaçınma ve baskı olarak karşımıza çıkmaktadır (Ateş, 2007: 58).

Bu bağlamda bireylerin diğer bireylerle ilişkileri ve etkileşimli yönlendirmeler yatırım tercihlerinin de belirleyicisi olabilmektedir. Bu etki bazen diğer yatırımcılar gibi birlikte hareket etme eğilimi (sürü psikolojisi, sürüye dahil olma, sürüden ayrılmama) olarak ortaya çıkarken, bazen de aynı yönde hareket eden yatırımcıların aksine tutum sergileyerek fırsat kollamak, radikal riskler almak şeklinde görülebilir (Bodur,2016:21).

1.4.14. Mizaç (Pişmanlıktan Kaçınma) Etkisi

Bir yatırım kararı alan birey veya yatırımcılar zararlarını kabulde zorlanır ve hatalarını kolay kolay kabul etmezler. Bu bağlamda kazandıran hisselerin satışı zarar ettiren hisselerin satışından daha zordur. Bu durum davranışçı finans yaklaşımında pişmanlıktan kaçınma olarak adlandırılmaktadır. İnsanlar, sonuçlarından pişmanlık duyacakları kararları ya görmezden gelirler ya da o kararlardan kaçınırlar. Dolayısıyla, bu psikolojik davranış yatırım kararının seyrini etkileyebilmektedir. İnsanların pişmanlık duyacakları kararlardan kaçınma davranışını mizaç etkisi olarak ifade eden Hersh Shefrin ve Meir Statman, yatırımcıların aldıkları hisse senetlerini zararına satmak istemedikleri için uzun süre ellerinde tuttuklarını belirlemişlerdir (Bodur, 2016:29-30)

1.4.15. Bağlılık Önyargısı

Yatırımcıların sahip oldukları varlıklara sıkıca bağlı olmalarını ve yatırımlar ile ilgili iyi haberleri dikkate alıp kötü haberlere karşı ise ilgisiz kalmalarını ifade eden önyargıdır (Aghalarova, 2013:42).

1.4.16. Bireysel Özellikler

Yatırımcıların yaş, cinsiyet, gelir ve medeni durumu gibi çeşitli özellikleri de yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Yaşlı bir kişitecrübesine güvenebilmekte, genç birisi ölçülemeyen risk alabilmekte, bekar bir kişi daha bağımsız karar verebilmektedir.

1.4.17. Sosyal Etkiler

Basın yayın organları, sosyal çevre, internet kullanımı da yatırımcıların kararları üzerinde etkiye sahiptir. Herhangi bir yatırım kararın alınmasında medya, sosyal çevre, uzman görüşleri ve diğer sosyal yönlendiricilerin etkisi yadsınamaz.(Aghalarova, 2013:44)

BÖLÜM 2: UYGULAMALAR

2.1. Uygulama 1: Kişisel Yatırımcıların Yatırım Tercihlerine Etki Eden Psikolojik Etkenlerin Bulunmasına Yönelik Metodolojisi

2.1.1. Uygulama Özeti

Bireysel yatırımcılar kazançlarını artırmak amacıyla pek çok alternatifi yanında portföy yatırımlarında da bulunurlar. Çoğu zaman bu yatırımlar farklı risk seviyelerine sahiptir ve yatırımcılar farklı seviyelerdeki bu riskleri değerlendirerek portföy yatırımlarında bulunurlar. Portföy seçimi ve çeşitlendirmesi gibi riskli yatırım kararları sürecinde bireysel yatırımcılar pek çok faktörün tesiri altında karar verirler. Bunlar arasında gelir seviyesi, yaş, cinsiyet, eğitim durumu, medeni durum ve sahip olunan mesleğin nitelik ve nicelik seviyesi gibi bireysel, sosyal ve ekonomik faktörler yer almaktadır. Bu çalışma yeni adıyla Borsa İstanbul'da (BIST) alım satım yapan kurumsal olmayan yatırımcıların risk alma duyguları üzerinde etkili yukarıda sayılan demografik, sosyal ve ekonomik faktörleri incelemek üzere kurgulanmıştır. Bu çerçevede yapılan analizlerde, bireysel yatırımcıların portföy yatırımları sürecinde sahip oldukları risk algısı üzerinde yukarıda sayılan faktörlerin medeni hal durumu dışında tümü anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

2.1.2. Uygulamaya Giriş

Finans alanında yapılan çalışmalarda risk kavramı çeşitli açılardan ele alınmıştır. Modern finans beklenen getiriyi tahmin sınırları içerisinde hesaplayıp, bu hesabı yaparken kullandığı riski mekanik bir çerçevede ele almaktadır. Davranışçı finans ise doğası gereği finansal işlemlere psikolojik ve sosyolojik açılardan yaklaştığı için finansal riski mekanik çerçevenin dışında ele alma yolunu benimsemiştir. Davranışçı finans ekolüne göre bireysel yatırımcı yatırım kararı esnasında riski derecelendirirken bazı subjektif süreçlerin etkisinde kalır. Buda riskin hesaplanmasında değişkenlik gösteren subjektif karakterli algılama boyutunun dikkate alınması sonucunu doğurmaktadır ki algılanan risk kavramı bu sayede ortaya çıkmıştır. Algılanan risk; yaş, cinsiyet, eğitim düzeyi gibi demografik ve sosyo-ekonomik faktörlerin; çekingenlik, uyumluluk, gibi duygusal faktörlerin; önyargılar, bilişsel çelişkiler, aşırı güven gibi psikolojik faktörlerin etkisi altındadır. Bireysel yatırımcılar finansal kararlarında bu faktörlerin etkisi altında karar verme eğilimindedirler ve bu yüzden aynı finansal yatırımın riskini farklı derecelerde algırlarlar.

Psikologlar finans ve benzeri alanlarda erkeklerin kadınlara nazaran daha yüksek özgüvene sahip olduklarını tespit etmişlerdir (Barber ve Odean; 2001;262). Odean (1998) kendilerine aşırı güvenli yatırımcıların varlıkların değeri hakkında sahip oldukları bilgiyi varlığın gerçekte olduğu değerinden daha fazla değerlediklerini ayrıca diğer rasyonel yatırımcılara nazaran daha fazla işlem yaptıklarını ifade etmiştir. Özgüvenin varlığı yatırımcılarda menkul kıymetlerin değeri ve fiyatının tahmin edilmesi konusunda kendi değerlemelerine başkalarının değerlemelerinden daha fazla önem vermesine neden olmaktadır. Araştırmalarda göstermektedir ki buda özgüveni yüksek yatırımcılara hatalı yatırım ya da daha düşük kazanç olarak geri dönmektedir. Meseleye bu açıdan bakılacak olursa erkekler özgüvenlerinin karşılığını genellikle alamamaktadır.

Şu bir gerçektir ki yaşları ilerledikçe insanlar analitik düşünce kapasitelerini zamanla yitirmekte, özellikle emekliler, maddi kazançlarını artırma peşine düşmektense emekliliklerinin tadını çıkarmaya bakmaktadırlar. Bu iki durum yaşlı bireylerin yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Bu konu üzerinde yapılan araştırmalar göstermektedir ki yatırımcıların yaşı ilerledikçe risk algıları artmakta, daha az riskli yatırımları tercih etmektedirler.

Yatırımcıların meslekleri de yatırım kararlarında etkilidir. Uzmanlık gerektiren meslek sahipleri ortalamanın üzerinde bilgi ve yetenek sahibi olarak görülebilirler. Uzmanlık gerektiren meslek sahibi olan yatırımcılar genellikle bilgilerini daha fazla katma değer sağlayacakları borsa gibi alanlarda yatırım yapmada kullanma eğilimindedirler. Uzmanlık, finansal risk alma eğilimini artırıcı davranışlara sebep olabilir ve genellikle uzman kişilerin risk algısı daha düşük olmaktadır.

Kararların olgunluğu (doğruluğu) üzerinde etkili 3 farklı psikolojik süreç söz konusudur: Sorumluluk, itidal ve öngörü (Steinberg ve Cauffman; 1996, 249). Artan sorumluluk yükü bireylerin kararları üzerinde ciddi oranda etkili olabilmektedir. Evli bireylerin bekârlara göre daha az fazla sorumluluk duygusuna sahip oldukları yüksek oranda gerçekliği olan bir olgudur. Bu gerçek, yatırım kararlarında da gözlemlenmekte, yapılan araştırmalar göstermektedir ki evli yatırımcılar daha az riskli finansal varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Yani risk algıları bekar yatırımcılara göre daha yüksektir.

Yatırımcıların eğitim seviyesi risk algıları üzerinde etkili olabilmektedir. Daha fazla bilgi sahibi bireylerde daha isabetli karar alma ön yargısı gelişmektedir. Bununla birlikte bu konuda yapılan çalışmalar farklı sonuçlar vermektedir. Kimi çalışmalarda

yatırımcıların eğitim seviyesi arttıkça risk algısının arttığı, kimi çalışmalarda ise bunlar arasında ters ilişki olduğundan bahsedilmektedir. Eğitimli insanların kendilerine olan güvenleri eğitimsiz olanlara nazaran daha yüksektir. Bunda etkili olan faktörün sahip olunan bilginin hadiseleri algılamada yeterli görülmesi, bilginin özgüvene ve benmerkezci düşünce tarzına neden olması gösterilebilir. Yatırım kararlarında da bu durum eğitimli insanların daha özgüvenli hareket etmesine neden olmaktadır. Yapılan çalışmaların pek çoğu eğitimli insanların risk algısının daha düşük olduğu noktasında birleşmektedir.

Gelir seviyesinin risk algısı üzerinde etkisini inceleyen pek çok çalışma olmuş ve çalışmaların çoğunluğunda gelir seviyesi arttıkça insanların risk alma eğilimlerinin arttığı gözlemlenmiştir. Gelir seviyesi yüksek yatırımcıların riske edecekleri gelirlerinin toplam gelirleri içindeki payı hayat standartlarını düşürmeyecek seviyede olduğu için gelir seviyesi düşük insanlara nazaran riskli yatırımları daha sıklıkla ve büyük çapta yapma eğilimindedirler. Bu gelir seviyesi yüksek bireylerin risk algılarının düşük olduğu manasına gelmektedir.

Literatürde özellikle davranışçı finans literatüründe bireysel yatırımcının risk algısı üzerinde etkili olan faktörler hakkında pek çok çalışma mevcuttur. Bunlardan bir kısmı varsayımsal çalışmalardan oluşmakta diğer bir kısmı da gerçekçi ampirik çalışmalara dayanmaktadır.

2.1.3. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Risk Algısı Etkisini Gösteren Literatür

Çalışmanın bu kısmında literatürde demografik ve sosyo-ekonomik faktörler olarak görülen cinsiyet, eğitim düzeyi, yaş, gelir, meslek ve medeni durumun bireysel yatırımcıların finansal algıları üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını araştıran akademik çalışmalar yer almaktadır. Bu çerçevede, önce cinsiyet faktörünün sonra ise yukarıda sayılan diğer faktörlerin risk algısı üzerinde etkisini araştıran literatür çalışmaları aşağıda verilmiştir.

1929 yılındaki büyük buhran sonrasında yapılan ampirik pek çok çalışmada piyasada risk alıcı davranışlar üzerinde yaşın ve cinsiyetin, önceki getirilerin durumunun ve kazançlardaki düşüşün ağırlığının etkisi olduğu tespit edilmiştir (Guerrero ve diğ; 2012,51). Genel popülasyon içerisinde kadınların erkeklere nazaran daha fazla risk algısına sahip oldukları daha az kendilerine güvenlerinin oldukları hususunda geniş bir

konsensüs vardır (Byrnes,Miller; 1999).

Eckel ve Grossman (2002) hazırladıkları risk oyununda kadınların erkeklere nazaran 4 kattan daha fazla risksiz oyunları tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. Arano ve diğ. (2010) bireysel emeklilik varlık yatırımlarında cinsiyetin farklılaşmaya neden olduğunu bulmuşlardır.

Bajtelsmit ve Bernasek (1996) yayınladıkları çalışmalarında erkekler ile kadınlar arasında yatırım konusunda farklılıklar olduğunu belirtirler. Kadınların erkek yatırımcılara nazaran varlık ve emeklilik yatırımlarında oldukça temkinli davrandıklarını, risk algılarının yüksek olduğunu çalışmalarında vurgularlar.

Bajtelsmita, Bernasek ve Jianakoplos (1999) çalışmalarında kadınların emeklilik varlıklarına yaptıkları harcamalarda erkeklere nazaran risk algılarının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Embrey ve Fox (1996) yaptıkları benzer çalışmada kadınların erkeklere oranla daha az riskli varlıklara yatırım yaptıklarını, kadınların risk algılarının yüksek olduğu ve önemli oranda en az riskli varlıklara yatırım yaptıklarını literatürü destekler mahiyette belirtirler.

Fellner ve Maciejovski (2007) 280 katılımcı ile yaptıkları çalışmalarında kadınların erkeklere nazaran daha fazla risk algısına sahip olduklarını, daha az alım satım yaptıkları ve daha az alım satım teklifinde bulunduklarını ortaya çıkarmışlardır. Badinenko ve diğerleri (2011) yaptıkları analizde kadınların erkeklere oranla portföylerinde daha az riskli varlık edinme eğiliminde oldukları sonucuna eriştikleri belirtiler.

Sapienza ve diğerleri (2009) kadınların erkeklere göre risk algısının daha yüksek olduğunu 500'den fazla MBA öğrencisi üzerinde yaptıkları testosteron seviyesi testleri ile ortaya koymaktadırlar. Çalışmaya göre kadınlarda erkeklere nazaran düşük seyreden testosteron hormonu kadınların risk algısı üzerinde artırıcı etkide bulunmaktadır.

Charles ve Gneezy (2007) cinsiyetin yatırım kararlarına etkisi üzerine yaptıkları literatür çalışmalarında bu konuda pek çok bulguyu sıralamakla beraber literatürdeki çalışmaların azının portföy tercihleri araştırmaları üzerinden bu sonuca ulaştığını vurgulamaktadır. Aynı yazarların (2012) yaptıkları bir diğer çalışmada ise kadınların erkeklere nazaran riskli varlıklara daha az yatırımda bulundukları, bundan dolayı erkeklere nazaran daha fazla risk algısı sergiledikleri ortaya çıkartılmıştır.

Dwyer ve diğ. (2002) 2000 yatırım fonu yatırımcısı üzerinde yaptıkları analiz sonucunda en riskli ve en büyük çaplı yatırım fonu yatırım kararlarında kadın yatırımcıların erkek yatırımcılara oranla daha az risk alan davranış sergilediklerini ortaya çıkarmışlardır. Fellner ve Maciejovsky (2007) yılında 280 katılımcı ile yaptıkları benzer çalışmada risk algısı arttıkça pazar aktivitelerinde azalma olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada ayrıca katılımcılar arasındaki bayanların daha fazla risk algısına sahip oldukları ortaya çıkmıştır. Kadınların pazarda az teklif vermeleri ve daha az sıklıkla alım satım yapmaları bu sonucu ortaya çıkarmıştır.

Powell ve Ansic (1997) para piyasaları ve sigortalanma üzerine 100'ü aşkın üniversite öğrencisi ile yaptıkları 2 farklı deneysel çalışmada, risk eğiliminde cinsiyet farklılığını tespit etmişlerdir. Bunu da karar alma stratejilerindeki farkla ilişkilendirilebileceğini belirtmişlerdir.

Faff ve diğ., (2011) yürüttükleri çalışmada kadınların emsali erkeklere kıyasla daha az risk aldıklarını, bu durumun demografik özelliklere göre değişkenlik gösterdiğini tespit etmişlerdir. Bunun yanında evlilik durumu, yaş, eğitim ve gelir durumu, kişiye bağımlı kişi sayısı ile net varlık derecesi de risk toleransı üzerinde etkilidir sonucuna ulaşmışlardır.

Dohmen ve diğ. (2011) yaptıkları çalışmada yaşın, eğitimin, cinsiyetin, boyun ve ailevi geçmişin risk alma isteği üzerinde ekonomik öneme sahip olduğunu bulmuşlardır. Yaş ilerledikçe risk alma eğiliminin azaldığı, uzun boylu bireylerin daha fazla risk aldığı, kadınların erkeklere nazaran risk algısının daha yüksek olduğu, babası eğitilmiş bireylerin yapılan çalışmanın tüm alanlarında daha fazla risk almaya meyilli olduğu spesifik olarak araştırmada vurgulanmıştır.

Donkers ve diğ., (2001) risk algısı ile yaş, cinsiyet, eğitim ile gelir seviyesinin ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Kadınların ve yaşlıların riske karşı negatif tavır sergiledikleri, eğitim seviyesi ve gelir seviyesi ile bireylerin riske karşı davranışları arasında ise pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Harrison ve diğ.; 253 katılımcı ile yaptıkları çalışmada sosyoekonomik değişkenler olan yaş ve eğitim ile risk algısı arasında değişken ilişkiyi tespit etmişlerdir. Yaş arttıkça özellikle de 40 yaşından sonra riskten kaçınma artmaktadır. Çalışmada daha yüksek eğitilmiş olanların daha düşük seviye de eğitim alanlara nazaran daha fazla riskten kaçındıkları da tespit edilmiştir.

Hartog ve diğ., (2002) yürüttükleri çalışmada riskten kaçınma derecesinin artan gelir ve zenginlikle birlikte düştüğünü tespit etmişlerdir. Ayrıca, işverenlerin çalışanlara göre riskten daha az kaçınmakta oldukları; devlet memurlarının özel sektör çalışanlarına göre, kadınların erkeklere nazaran daha fazla riziko algısına sahip oldukları çalışmada ölçülmüştür.

Noussair ve diğ., (2013) yaptıkları çalışmada ölçülü ve tutumlu bireylerin daha fazla risk algısına sahip oldukları belirtilmiştir.

Korniotis ve Kumar (2011) yaptıkları çalışmada yaşlı yatırımcıların portföy seçimlerinde bilgilerini yoğunlukla kullanmalarına rağmen, bilişsel yaşlanmanın etkisi ile yaş ilerledikçe yatırımcıların yatırım kararlarında kötüleşme gözlemlediklerini belirtmişlerdir.

Malone ve diğ., (2009) 368 kadın üzerinde yürüttükleri çalışmada daha eğitilmiş ve daha yüksek gelire sahip kadınların kendi finansal durumları hakkında daha fazla olumlu algıya sahip olduklarını belirtmişlerdir.

Roussanov ve Savor (2013) evlilik durumunun finansal kararlar üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. CEO'lar üzerinde yaptıkları çalışmada bekar CEO'ların yatırım kararlarının daha agresif olduğunu ve bunların yönettikleri hisse senetlerinin getirilerinin daha değişken olduğunu tespit etmişlerdir.

Love (2010) yaptığı çalışmada dulların portföylerindeki hisse senetlerinin optimal payını düşürdüklerini ve bu durumun kadınlarda istatistiki olarak daha vurgulu olduğunu belirtmişlerdir. Boşanmanın ise erkeklerde daha fazla riskli varlıklara portföylerinde yatırım yapmalarına neden olduğunu, kadınlarda ise tam tersi daha güvenli varlıklara yatırımı artırdığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca evdeki çocuk sayısının da riskli varlıklara yatırımı meyilini azalttığı tespit edilmiştir.

Agnew ve diğ. (2003) 1994 ile 1998 yıllarında işlem gören 7.000 adet emeklilik hesabı üzerinde yaptıkları çalışmalarında, erkeklerin daha riskli olarak görülen hisse senetlerine daha sıklıkla yatırım yaptıkları, evli çiftlerin bekarlara oranla daha tutucu yatırımlarda bulundukları, daha fazla gelirli olanların yoğunlukla hisse senetlerine yatırım yaptıkları aynı zamanda daha sıklıkla alış veriş yaptıkları, yaşlı yatırımcıların ise genç yatırımcılara oranla daha sık alış veriş yaptıkları bulgulanmıştır.

Heaton ve Lucas (1999) özel sektörden gelir sahibi olan ev sahiplerinin, diğer ev

sahiplerine göre varlıklarını daha az oranda menkul kıymetlere yatırdıklarını tespit etmiştir.

Jianakoplos ve Bernasek (1998) yürüttükleri çalışmada bekar kadınların bekar erkeklerle göre riskten daha fazla kaçındığı, ev halkı zenginliği arttıkça riskten kaçınmanın düştüğünü, yaşlı bayanların bekar erkekler ve evli çiftlere göre daha az riskli varlık ellerinde tuttukları, bekar kadınların evlerindeki çocuk sayısı arttıkça ellerindeki riskli varlık oranını düşürdükleri, zenci bekar bayanların beyaz bekar bayanlara, bekar erkeklerle ve evli çiftlere nazaran daha fazla riskli varlık ellerinde tutmaya istekli oldukları ortaya çıkmıştır. Yao ve Hanna (2005) yürüttükleri çalışmada risk toleransının en yüksek bekar erkeklerde olduğunu, bunu sırasıyla evli erkeklerin, bekar kadın ile evli kadınların takip ettiğini tespit etmişlerdir.

Donkers ve Soest (1999) 1993 ile 1995 yılları arasında Danimarkalı ev sahipleri arasında yaptıkları çalışmada riskten kaçınmanın yaşla birlikte arttığını, kadınların riskten erkeklerle nazaran daha fazla kaçındıkları, risk algısı yüksek ev sahiplerinin daha düşük fiyatlı evlerde ikamet ettiklerini tespit etmişlerdir.

Massa ve Simanov (2003) (2004) yaptıkları çalışmalarda önceki kazançların risk alma üzerinde artırıcı etkiye bulunduğunu, tam tersi önceki kayıpların ise risk alma davranışı üzerinde azaltıcı etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir.

Södenberg (2003) 11.000 kişi üzerinde özel emeklilik portföyü seçimleri üzerinde yaptığı çalışmada evli erkeklerin diğer erkekler içerisinde en korumacı yatırımları yaptığını, bunun yanında riskli yatırım alternatifleri ile orta derecede riskli alternatifler arasında cinsiyet farkını tespit etmiştir. Aynı yazarın (2012) yaptığı bir diğer çalışmada ise düşük riskli portföy seçiminde bulunan yatırımcılar arasında erkek ve kadınlar arasında bir fark tespit edemediğini fakat yüksek riskli portföy seçiminde bulunan erkeklerin yüksek riskli portföy seçiminde bulunan kadınlara nazaran daha önemli oranda risk aldığını tespit etmiştir.

Samanez-Larkin ve diğ. (2010) riskli varlıkların seçiminde yaşlı bireylerin genç yatırımcılara göre daha dengesiz tercihlerde bulunduğunu tespit etmişlerdir. Buradan yaşlanmanın etkilediği nöral mekanizmanın rasyonel finansal tercihler üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu sonucu çıkarılmıştır. Bertaut ve Starr-McCluer (2000) 15 yıl boyunca ev sahiplerinin edindikleri varlıklar üzerinde yaptıkları çalışmada yaşın riskli varlık edinme üzerinde önemli etkiye sahip olduğu, zenginliğin artması ile birlikte

sahip olunan riskli varlıkların oranının arttığı sonucuna varmışlardır.

Rooij ve diğ. (2011) yaptıkları çalışmada finansal okuryazarlığın finansal kararlar üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir. 2000 kişi üzerinde yapılan çalışmada, düşük eğitilmiş ve düşük gelir gruplarına mensup yatırımcıların zayıf çeşitlendirilmiş portföylere sahip oldukları çalışmada ortaya çıkarılmıştır. Aynı yazarların (2011) yürüttükleri bir diğer çalışmada ise finansal okur yazarlık ile emeklilik birikim yatırımları arasında pozitif alaka olduğu tespit edilmiştir. Mali açıdan bilgisi daha fazla olan bireylerin emeklilikleri için plan yapmaya daha fazla eğilimli olduğu çalışmada tespit edilmiştir. Jappelli ve Padula (2011) yürüttükleri çalışmada finansal okuryazarlık ile servet birikimi ve ulusal tasarruf arasında ciddi ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Lusardi ve Mitchell (2005) yaptıkları çalışmada 50 yaş üstü bireylerin finansal bilgisinin daha yüksek olduğunu, finansal bilgi ile finansal planlama arasında güçlü ilişki olduğunu ve finansal bilgisi yüksek insanların finansal plan yapmaya daha meyilli ve bunda başarılı olmada daha yüksek ihtimale sahip olduklarını bulmuşlardır. Abreu ve mendes (2010) Portekizli bireysel yatırımcılar üzerinde yaptıkları çalışmada, yatırımcıların eğitim seviyesi ile finansal bilgi seviyesinin portföylerindeki farklı varlık sayısında önemli etkiye sahip olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Christiansen ve diğ. yaptıkları çalışmada (2005) ekonomistlerin diğer meslek sahibi yatırımcılara nazaran bilgi avantajlarını kullanarak borsalara daha fazla yatırım yaptıklarını 1997-2001 yılları arasında 1.87 milyon gözlem üzerinde yaptıkları araştırmada tespit etmişlerdir.

Kempf ve diğ. (2014) pozitif duyguların menkul kıymetler için daha yüksek getiri ve daha düşük risk tahminine neden olurken, negatif duyguların ise daha düşük getiri ile daha yüksek risk tahminine neden olduğunu çalışmalarında belirtmişlerdir. Bu bilişsel önyargıların bireylerin kendilerine olan güvenlerine bağlı olarak arttığını, finansal bilgilerindeki düşüklüğe bağlı olarak da azaldığını vurgulamışlardır.

Guiso ve Jappelli (2005) yaptıkları çalışmada bireylerin eğitim seviyesi ile bireylerin hisse senedi, yatırım fonları ve yatırım hesapları farkındalıklarının kuvvetli ilişkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Georgarakos ve Inderst (2011) ev sahibi bireylerin farklı seviyedeki finansal bilgi kapasitelerine bağlı olarak farklı seviyelerde finansal bilgiye ihtiyaç hissettiklerini yaptıkları çalışmada bulgulamışlardır. Cooper ve diğ; (2014) 180 birey üzerinde yaptıkları anket çalışmasında erkeklerin kadınlara nazaran daha az risk algısına sahip olduklarını, bunun yanında kadınların finansal okur yazarlığının erkeklere nazaran daha yüksek olmadığı tespit etmişlerdir.

Neelakantan (2010) kadınların kadın olmayanlara nazaran daha düşük risk aldıkları, yatırımda bulunurken daha az oranda riskli varlıkları seçtiklerini ve popülasyon içerisinde ilk %10'luk zengin gruba girenler için risk algısında cinsiyet farklılığını açıklayabildiğini yaptıkları çalışmada belirtmişlerdir. Vissing-Jorgensen'de (2004) yaptığı çalışmada varlıklı yatırımcıların pazarın zirvede olduğu zamanlarda beklenen getirilerinin daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Riley ve Chow (1992) yürüttükleri çalışmada, 65 yaş üzeri bireyler için risk algısının daha arttığını, gelir arttıkça risk algısının azaldığını ve popülasyon içerisinde en zengin % 10'luk dilime giren zenginlerin risk algısının daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

Han ve diğ. (2009) yaptıkları çalışmada tecrübeli yabancı kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha iyi performans gösterdiklerini saptamıştır. Grinblatt (2011) Yaptıkları çalışmada IQ seviyesi ile borsalarda faaliyet gösterme arasında ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

2.1.4. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Risk Algısı Etkisini Gösteren Bulgular

2.1.4.1. Kişisel özellikler ile Sosyal ve Ekonomik Etkenlerin Analizi

Çalışmanın bu kısmında ictimai, iktisadi ve ekonomik ve farklı kişisel özelliklere sahip grupların risk algısında bir değişikliğin varlığı tespiti çalışılmıştır.

H1= Farklı yaştaki yatırımcıların risk algısı farklıdır.

H2= Farklı meslekteki yatırımcıların risk algısı farklıdır.

H3= Medeni hal yatırımcıların risk algısı üzerinde etkilidir.

H4= Eğitim seviyesi yatırımcıların risk algısı farklıdır.

H5= Gelir seviyesi yatırımcıların risk algısı farklıdır..

H6= Cinsiyet yatırımcıların risk algısı farklıdır.

2.1.4.2. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışma 100 kurumsal olmayan yatırımcının BİST'te 2 Ocak 2009 ile 3 Aralık 2011 tarihlerinde hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymet işlemleri üzerinedir. 100 yatırımcının araştırma süresi boyunca yaptıkları finansal işlemlerinin sayısı 110.000 adeti geçmektedir. Çalışmada tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır.

Yatırımcılar farklı yerlerde işlere ve nüfus kaydına sahiptir.

2.1.4.3. Değişkenlerin Belirlenmesi

Yatırımcıların kadın erkek oluşu, o an itibariyle yaşı, mesleği, evli olup olmadığı, sahip olduğu diploma ve gelir seviyesi gibi bilgilerinin yanı sıra 2 Ocak 2009-30 Aralık 2011 dönemini kapsayan yaptıkları yatırımlara dair menkul kıymet alım-satım işlemlerine ilişkin tarih ve saat, fiyat, miktar ve seans bilgileridir. Algılanan risk değişkeni ise, aracı işlemlerden hesaplamalar neticesinde türetilmiştir..

Algılanan risk değişkeni (AR), yatırımcının zihninde ölçüp değerlediği risklerin neticesinde portföyündeki sabit getirili menkul kıymetlerin oranını göstermekte ve aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$[AR]_{it} = [SGMK]_{it} / ([SGMK]_{it} + [HSD]_{it})$$

$[AR]_{it} = i^{t'}$ nci yatırımcının t zamanındaki algılanan risk düzeyi

$[SGMK]_{it} = i^{t'}$ nci yatırımcının t zamanında sahip olduğu sabit getirili menkul kıymetlerin toplam tutarı

$[HSD]_{it} = i^{t'}$ nciyatırımcının t zamanında sahip olduğu hisse senetlerinin toplam değeri

Yatırımcının sahip olduğu sabit getirili menkul kıymetlerin toplam tutarı (SGMK_{it}) ve hisse senetlerinin toplam değerleri (HSD_{it}) ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$[SGMK]_{it} = \sum_{h=1}^n [SGMKT]_{th}$$

$[SGMKT]_{th} = i^{t'}$ nci yatırımcının t zamanındaki h sabit getirileri menkul kıymetine yatırım

yapılmış olan toplam tutar.

$$[HSD]_{it} = \sum_{h=1}^n ([BM]_{iht} * [AOF]_{iht})$$

$[BM]_{iht} = i^{t'}$ nciyatırımcı tarafından t zamanında h hisse senedinden sahip olunan miktar/adet

$[AOF]_{iht} = i^{t'}$ nci yatırımcının t zamanındaki h hisse senedinin ağırlıklı ortalama fiyatı

Yatırımcıların aynı hisse senedini farklı zamanlarda farklı fiyatlardan satın alması

dolayısıyla o hisse senedinin değerinin hesaplanmasında ağırlıklı ortalama fiyat (AOF) kullanılmıştır. Örneğin yatırımcı 5 adet A hisse senedini t zamanında 4 TL fiyattan satın almış olsun. Ardından t+1 zamanında yatırımcı 5 adet daha A hisse senedini bu sefer 8 TL fiyattan satın alsın. Bu durumda ağırlıklı ortalama fiyat $(5/10 \cdot 4) + (5/10 \cdot 8) = 6$ TL şeklinde hesaplanmaktadır.

2.1.4.4. Elde Edilen Veriler

Çalışmanın örnekleme dair sıklık ve yüzdeleri aşağıdaki tabloda topluca ifade edilmiştir.

Tablo 1. Örneklem Sıklık ve Yüzde Dağılımları

Yaş	Sıklık	Yüzde	Cinsiyet	Sıklık	Yüzde
18-25	1	0,01	Kadın	16	0,16
26-39	27	0,27	Erkek	84	0,84
40-55	55	0,55	Toplam	100	100
55-	17	0,17	Medeni Durum	Frekans	Yüzde Dağılımı
Toplam	100	100	Evli	73	0,73
Eğitim	Frekans	Yüzde Dağılımı	Bekar	15	0,15
İlköğretim	9	0,09	Bilinmiyor	12	0,12
Lise	21	0,21	Toplam	100	100
Lisans	43	0,43	Meslek	Frekans	Yüzde Dağılımı
Yüksek Lisans	3	0,03	Çalışmayan	2	0,02
Bilinmiyor	24	0,24	İşçi	5	0,05
Toplam	100	100	Memur	7	0,07
Aylık Gelir Düzeyi	Frekans	Yüzde Dağılımı	Serbest Meslek	16	0,16
0-999 TL	28	0,28	Uzman	47	0,47
1.000 TL-2.499 TL	30	0,3	Ev Hanımı	3	0,03
2.500 TL-3999 TL	26	0,26	Emekli	19	0,19
4.000 TL-	16	0,16	Öğrenci	1	0,01
Toplam	100	100	Toplam	100	100

One-way ANOVA testi sonuçlarına göre H1 hipotezi doğrulanmıştır ($F=18.433$, Sig. 0,000). Yaş risk algısını etkilemektedir. Scheffe Testi sonuçlarına göre 26-39 yaş grubu ile 55 ve üzeri yaş grubundaki yatırımcılar arasında risk algısı açısından anlamlı farklılıkların olduğu ve 26-39 yaş grubuna mensup yatırımcıların 55 ve üzeri yaş grubuna mensup yatırımcılardan daha az risk aldıkları görülmektedir. Aynı şekilde 40-55 yaş grubuna mensup bireysel yatırımcılar ise 55 ve üzeri yaş grubuna mensup yatırımcılardan daha az risk almakta yani portföylerindeki sabit getirili menkul kıymet oranları daha yüksek olmaktadır.(Tablo 2)

Tablo 2. Yaş Grupları Açısından Risk Algısı Değişkenliği

(I) Yaş	(J) Yaş	Ortalama	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı
---------	---------	----------	---------------	------------	-------------------

		Farklar (I-J)			Düşük	Yüksek
26-39	55-	0,0028747	0,0004191	0,000	0,001703	0,004046
40-55	55-	0,0020903	0,0003459	0,000	0,001123	0,003057

One-way ANOVA testi sonuçlarına göre H2 hipotezi doğrulanmıştır (F=22.051, Sig. 0,000). Sahip olunan meslek risk algısını etkilemektedir Scheffe Testi sonuçları Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Sahip Olunan İş Açısından Grupları Açısından Risk Algısı Değişkenliği

(I) İş	(J) Meslek	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
Uzman	D. memuru	0,0041322	0,0004147	0,000	0,002661	0,005604
Uzman	Ev Hanımı	0,0029738	0,0005768	0,000	0,000927	0,005020
Serbest Meslek	Memur	0,0043388	0,0004851	0,000	0,002617	0,006060
Serbest Meslek	Ev Hanımı	0,0031804	0,0006293	0,000	0,000947	0,005413
İşçi	Memur	0,0033349	0,0007302	0,002	0,000744	0,005926
Memur	Emekli	-0,0039145	0,0004799	0,000	-0,005617	-
Emekli	Ev Hanımı	0,0027562	0,0006253	0,003	0,000537	0,004975

Tablo 3'te, uzman meslek gruplarına dahil yatırımcıların risk algısının memurlardan ve ev hanımlarından yüksek olduğu yani portföylerinde daha yüksek oranda sabit getirili menkul kıymetlere yer verdikleri görülmektedir. Veri setinin 2008 finansal krizini içermesi ve örneklemimizdeki uzman meslek grubuna dahil yatırımcıların önemli bir kısmının bankada çalışıyor olması bu sonuca yol açtığı ileri sürülebilir. Serbest meslek sahipleri ise portföylerinde memurlardan ve ev hanımlarından daha yüksek oranda sabit getirili menkul kıymet bulundurmaktadır. Emekli yatırımcıların portföylerindeki sabit getirili menkul kıymet oranı memurlardan düşük, ev hanımlarından yüksektir. Son olarak memurların portföylerindeki sabit getirili menkul kıymet oranı işçilerden düşüktür.

Medeni halin risk algısı açısından bir farklılaşmaya neden olup olmadığı T-testi ile bulgulanmıştır. Bu teste göre H3 hipotezi doğrulanamamıştır (Sig. 0,116; Sig. 2-tailed. 0,287).

Eğitim seviyesinin risk algısını etkileme durumu One-way ANOVA Testi ile araştırılmış ve H4 hipotezi doğrulanmıştır (F=10.721; Sig.0,000). Eğitim seviyesi risk algısını etkilemektedir. Scheffe Testi neticesine göre yüksek lisans ve doktoralı yatırımcıların riziko algısının ilkokul, lise ve lisans mezunlarından düşük olduğu görülmektedir. Yüksek lisans ve doktora mezunlarının gelir seviyelerinin diğer gruplardan yüksek olduğu varsayılırsa bu sonuç normal kabul edilebilir. Lisans mezunu

yatırımcıların risk algısının ise lise mezunu yatırımcılardan düşük olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre, eğitim seviyesi ve risk algısı arasındaki ilişkinin daha çok gelir seviyesi üzerinden dolaylı olarak kurulduğu ileri sürülebilir.

Tablo 4. Eğitim Seviyesi Açısından Risk Algısı Değişkenlikleri

(I) Eğitim	(J) Eğitim	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
İlköğretim	Yüksek Lisans	-0,0035636	0,0010638	0,011	-0,006537	-0,000590
Lise	Lisans	-0,0012892	0,0003415	0,003	-0,002244	-,000334
Lise	Yüksek Lisans	-0,0047791	0,0009734	0,000	-0,007500	-,002058
Lisans	Yüksek Lisans	-0,0034899	0,0009596	0,004	-0,006172	-0,000807

One-way ANOVA Testi sonuçlarına göre H5 hipotezi doğrulanmıştır ($F=14.890$; Sig.0,000). Gelir seviyesi risk algısını etkilemektedir. Scheffe Testi sonuçlarına göre düşük gelir gruplarında (0-999 ile 1000-2499 arası) gelir düzeyi arttıkça risk algısının azaldığı görülmektedir. Daha üst gelir gruplarının birbirleri ile ilişkilerinde gelir düzeyi arttıkça risk algısının arttığı görülmektedir. Yüksek gelir gruplarına mensup yatırımcıların düşük gelir gruplarına mensup bireysel yatırımcılardan kendilerine göre daha önemli tutara sahip yatırımlar yaptıkları göz varsayıldığında bu durum normal kabul edilebilir.

Tablo 5. Gelir Grupları Açısından Risk Algısı Farklılıkları

(I) Gelir Grubu (TL)	(J) Gelir Grubu (TL)	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
0-999	1000-2499	0,0044423	0,0010191	0,000	0,001593	0,007291
1000-2499	2500-3999	-0,0019876	0,0003840	0,000	-0,003061	-0,000914
1000-2499	4000-	-0,0018320	0,0004328	0,000	-0,003062	-0,000622

Son olarak cinsiyetin risk algısı açısından bir farklılığa neden olup olmadığı yapılan T-testi neticesinde bulgulanmış ve H6 hipotezi kabul edilmiştir (Sig.0,000; Sig. 2-tailed.0,005). Tablo 6'ya göre kadın yatırımcıların portföylerindeki sabit getirili menkul kıymet oranının erkek yatırımcılardan yüksek olduğu görülmüştür.

Tablo 6. Cinsiyet Açısından Risk Algısı Farklılıkları

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Hata	Standart. Hata Ort.
Erkek	80246	0,005043	0,0411216	0,0001452
Bayan	13883	0,006188	0,0443660	0,0003765

2.1.4.5. SONUÇ

Bu araştırmada 100 adet menkul kıymet yatırımcısının cinsiyetleri, yaşları, meslekleri, medeni halleri, eğitim seviyeleri ve aylık gelir durumları gibi özelliklerinin, bu yatırımcıların 2 Ocak 2009-30 Aralık 2011 döneminde BİST'te yaptıkları hisse senedi

ve sabit getirili menkul kıymet alım-satım işlemlerinde etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Algılanan risk değişkeni ise formülasyon ile türetilmiş ve işlem bazında hesaplanmıştır. 100 adet yatırımcının 2 Ocak 2009-30 Aralık 2011 döneminde BİST'te yaptıkları alım satıma konu olan işlem sayısı 110.000 adet excel satırında ancak ifade edilebilmektedir. Bu çalışmada bireysel yatırımcıların yaşlarının, gelir ile eğitim düzeylerinin, cinsiyetlerinin ve mesleklerinin algılanan riskleri üzerinde etkili oldukları tespit edilmiştir. Yatırımcıların medeni hallerinin algılanan risk üzerinde bir etkisi tespit edilememiştir. Medeni hal hariç yatırımcıların diğer özellikleri yatırımcıların kararlarında algılanan risk üzerinde etkili olmak suretiyle söz konusu araştırma süresi içerisinde farklılaşmaya neden olmaktadır.

Bu çalışmadaki analizler, yatırımcıların risk algılarını laboratuvar şartları altında, deneysel anket soruları sorulmak suretiyle değil, neredeyse 3 yılı bulan süre içerisinde 100 katılımcının 110.000 adeti aşan menkul kıymet alım satım işlemleri taranarak yapılmıştır. Dolayısıyla kurgusal değil finansın gerçek dünyasını yansıtan gerçekçi, bilimsel sonuçlar elde edilmiştir. Medyanın etkisinin artması, iletişim kanallarının son yıllarda olağan üstü yaygınlaşması, bilginin hızlı bir şekilde yorumlanmasının geciktirilmesi sonucunda kaçırılacak fırsatları yakalama adına başkalarının fikrine daha fazla önem verme ya da uzun zaman alabilecek analitik araştırma çabaları yerine bilişsel kısa yolları kullanma günümüzde davranışçı finans alanında yapılan çalışmaların hem sayısını hem de değerini artırmaktadır. Bu çalışma da yatırım kararlarına davranışçı finans felsefesi bakış açısı ile yorumlar getirmektedir. Daha uzun bir zaman serisi ile çalışıp 2007 finansal krizi boyunca, krizin öncesinde ve sonrasında yatırım kararlarındaki farklılaşmayı görebilmek bu çalışmaya daha fazla değer katabilirdi. Fakat yapılan analizler sonucunda elde edilen verilerin davranışçı finans literatürüne katkı sağlayabilecek potansiyel taşımaktadır.

UYGULAMA 2

2.2. Sosyo-Ekonomik Ve Demografik Faktörlere Göre Aşırı Güven Önyargısına Maruz Kalma Düzeyi Açısından Farklılıkların Analizi

2.2.1. Uygulama Özeti

Bir dizi hadiseyi olduğundan fazla tahmin etme eğilimi olarak da tarif edilen overconfidence pek çok yatırımcının etkisi altında kaldığı bir önyargıdır. Bu önyargının etkisi altında kalan yatırımcıların aşırı alım satım yaptıkları, riskli yatırım araçlarına daha fazla yatırım yaptıkları ile fazla çeşitlendirmeye gitmediklerine dair pek çok akademik çalışma mevcuttur. Bu çalışma yaklaşık 3 yıllık periyotta Borsa İstanbul'da işlem yapan 100 yatırımcının işlem hacimlerine ve portföylerinde riskli yatırım aracı bulundurma durumlarına göre kendine güven önyargılarını test etmektedir. Bu konu hakkında yapılan çalışmalara bakıldığında, laboratuvar şartları altında yapılanlara sıklıkla rastlanırken, uygulamadaki gerçekleri gözler önüne seren araştırmalar oldukça nadirdir. Bu çalışma bu açıdan değerlendirildiğinde gerçek alım satım verileri üzerinden gözlemlenebilir sonuçlara sahiptir. Analiz sonuçlarına göre hem işlem hacmi hem de portföy çeşitlendirmesi açısından yatırımcıların sahip oldukları mesleğin, eğitim ile gelir seviyesinin, medeni halin ve cinsiyetinin aşırı güven önyargısına maruz kalmada farklılaştığı görülmüştür. Yatırımcıların yaşlarının işlem hacmine göre aşırı güven önyargısına maruz kalma açısından farklılaştığı tespit edilememiş fakat bu farklılaşma portföy çeşitlendirmesinde tespit edilmiştir.

2.2.2. Uygulamaya Giriş

Hızın, bilginin ve internet kullanımının öneminin arttığı günümüz piyasalarında kendine güven önyargısı bireysel yatırımcıların yoğun olarak etkisi altında kaldığı psikolojik bir önyargıdır. Davranışçı finans alanında yapılan pek çok akademik çalışma göstermektedir ki yatırımcılar finansal karar alma sürecinde kendine fazla güvenme önyargısının etkisi altında kalarak hareket edebilmekte, kendi bilgi ve yargılarına sistematik bir şekilde daha fazla güvenme eğilimi göstermektedirler.

Yatırımcılar kendine fazla güvenmenin sonucunu daha fazla kazanç elde etme olarak görselerde bu çoğunlukla böyle gerçekleşmez. Overconfidence yatırımcılarda daha fazla alım satım yapmaya sebep olur fakat bu genellikle yatırımcıların refahının düşmesine neden olur Odean (1998), Barber and Odean (2001). Gerçekten de insanların kendilerine olan aşırı güvenleri sözlerinden çok gözlemlenebilir davranışlarından daha net bir

şekilde tespit edilebilmektedir. Bu çalışma, yatırımcılarda görülen kendine aşırı güven önyargısını gözlemlenebilir finansal davranışlarından türetilen analiz etmektedir. Araştırma kapsamında 100 bireysel yatırımcının Borsa İstanbul'da 2 Ocak 2009 ile 3 Aralık 2011 tarihleri arasındaki menkul kıymet ticareti ile alakalı gerçek veriler kullanılmıştır. 100 adet yatırımcının menkul kıymet alım-satım işlemlerine ilişkin bilgilerinden hareketle işlem hacmi ve portföy çeşitlendirme seviyesi değişkenleri gün bazında hesaplanarak türetilmiştir. Menkul değer çeşitlendirme seviyesi, araştırma tarihlerinde portföydeki pay senedi sayısını vermekte olup, pay senedi sayısı fazla olan yatırımcının risk algısının düşük olduğu ön kabul olarak alınmıştır. İşlem hacmi ise, araştırma tarihleri arasındaki her bir gündeki menkul kıymet ticareti değerini vermektedir. Benzer şekilde risk algısı düşen yatırımcıların işlem hacimlerinin arttığı ileri sürülmektedir. Böylelikle yüksek işlem hacmine sahip olma ve portföyünde yüksek oranda hisse senedi bulundurma aşırı güven belirtisi olarak değerlendirilmiştir. Aşırı güven ön yargısı demografik özellikler bazında değerlendirilmiştir.

2.2.3. Aşırı Güven Ön Yargısına Dair Literatür Çalışmaları

Birleşik Devletlerdeki çeşitli menkul kıymet borsalarında yaptıkları çalışmada, yüksek getiri elde edilen haftanın sonrasında diğer haftalardan farklı bir şekilde ticaret hacminin daha fazla olduğunu tespit etmiş ve bunu da yatırımcılardaki yükselen güvene bağlamıştır. Chen ve diğ. (2007) Çinli yatırımcılar üzerinde yürüttükleri çalışmada, Çinli yatırımcıların aldıkları menkul kıymetlerin sattıklarına nazaran daha düşük performans sergilediklerini, değeri düşmüş menkul kıymetleri değil değer kazanmış menkul kıymetleri satarak disposition effect ile örtüşen tavır sergilediklerini ve ayrıca daha az menkul kıymet tutarak ve daha sık alım satım (trade) yaparak aşırı güven özellikler sergilediklerini çalışmalarında belirtmişlerdir.

Aşırı güven önyargısına şirket yönetimlerinde de sıklıkla rastlanılmaktadır. Koellinger ve diğ (2005) 18 ülkede yürüttükleri çalışmada yeni bir işyeri kurmada algıların çok önemli bir role sahip olduğunu, ayrıca yöneticilerin (CEO) objektif ihtimallerden çok kendi algılarına aşırı güvendiklerini tespit etmişlerdir. Yazarlar yöneticilerin kendi başarı ihtimalini aşırı tahmin ettiklerini vurgulamışlardır. Malmendier ve diğ. (2011) kurumsal finansman kararlar üzerinde yaptığı çalışmada aşırı güven sahibi yöneticilerin (CEO) dış kaynaklı finansmanı az tercih ettiklerini, depresyon geçmişi olan yöneticilerin ise borca karşı tavır takındıklarını, askeri geçmişe sahip yöneticilerin ise leverage rasyosu dahil daha agresif tavır takındıklarını bulmuşlardır. Malmendier ve

Tate (2008), kendilerine aşırı güvenli yöneticilerin (CEO) gelir elde etme konusunda kendilerine daha fazla güvendiklerini, aşırı güvenli olarak sınıflandırılan yöneticilerin şirket alımı (acquisition) kararlarında % 65 oranında sıradışılığa (odd) rastlandığını belirtmişlerdir. Ben-David ve diğ. (2007) overconfident üst finansal yöneticilerin (CFO) nakit akımlarını (cash flow) değerlerken daha düşük indirim oranı kullandıklarını, daha fazla yatırım yaptıklarını, daha fazla borç kullandıklarını daha düşük kar payı vermeye meyilli olduklarını ve kıs süreli den daha ziyade daha uzun süreli borç kullanmayı tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Huang ve Kishan (2013) erkek yöneticilerin (CFO) kadın yöneticilere nazaran daha fazla birleşme ve borçlanma kararına imza attıklarını (acquisitions), erkek yöneticilerin birleşme kararı neticesinde beyan ettikleri getirilerin kadın yöneticilerininkine nazaran ortalama % 2 daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmanın neticesinde erkek yöneticilerin kadınlara nazaran firma kararlarında aşırı güven sergiledikleri ortaya konulmuştur. Bu çerçevede Lewellen ve diğ. (1977) erkeklerin yatırım portföyleri yönetimine sadece para ve zaman harcamakla kalmayıp aynı zamanda kadınlardan daha fazla alım satım yaptığını tespit etmişlerdir. Yazarlar buradan yatırım portföyü yönetiminin erkeksi (masculine) bir görev olduğunu çıkarsamaktadırlar. Forbes (2005) firma yöneticileri üzerinde yaptığı çalışmada girişimcilerin overconfidence derecelerinin oluşmasında bireylerin yaşının, firma kararlarının kapsamının ve dış kaynaklı fonlamanın (external equity funding) etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Bunun yanında firma kurucu yöneticilerinin sonradan yönetici olanlara göre daha fazla aşırı güven sahibi olduğunu da belirtmişlerdir. (Daniel ve diğ; 1998) ve (Friesen ve Weller, 2005) şirket yöneticilerinin overconfidence dereceleri ile book-to-market ratio arasında ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Book-to-market ratio'su düşük olan firmalarda belirsizlik hakim olup, psikoloji-finance literatürüne göre bu firmalarda overconfidence belirtisi olması gerekmektedir (Friesen ve Weller, 2006: 352).

Graham ve diğ. (2009) 1.000 yatırımcı üzerinde yürüttükleri çalışmada kendilerini daha yetenekli bulan yatırımcıların daha sık alım satım işlemlerinde bulunduğunu ve portföyünde daha çok uluslararası varlık olduğunu tespit etmişlerdir. Fenton-O'Creevy ve diğ. (2003) 107 Londra'lı trader üzerinde yürüttüğü çalışmada, kontrol ilizyonu ile zayıf performans arasında ilişki bularak, aşırı güven'in olumsuz sonucuna deneysel bir uygulama ile değinmiştir. Odean (2000) 10.000 hesaptaki alım satım işlemlerini inceleyerek yatırımcıların satın aldıkları menkul kıymetlerden sattıklarına göre daha az

performans sağladıklarını tespit etmiştir. Bunun sebebi olarak ta overconfidence öğelerinden olan disposition effect'i göstermektedir. Grinblatt ve Keloharju (2009) overconfident yatırımcıların ve duygularına göre karar almaya meyilli yatırımcıların daha sıklıkla alım satım yaptıklarını (trade more frequently) Finlandiya'da yaptıkları çalışmada tespit etmişlerdir. Lee ve diğ. (2013) yürüttükleri deneysel çalışmada muhasebe ve finansman bölümlerindeki öğrencilerden 500.000 \$'lık portföyü gerçek zamanlı pazar şartlarında yönetmeleri istenmiştir. Çalışmada erkek yatırımcıların kendi portföylerine kadınlara nazaran daha fazla zaman harcadıklarını ayrıca riskli portföyler oluşturduklarını tespit etmişlerdir. Vissing-Jørgensen (2003) yürüttüğü çalışmasında yatırımcıların bazı önyargılara sahip olmalarına rağmen, yüksek gelir seviyesine sahip yatırımcılarda bu önyargıların bir miktar düştüğünü belirtmişlerdir. Karlson ve Norden (2007) 4,4 milyon bireyin kayıtlı olduğu İsveç emeklilik sisteminde 15.000 kişinin demografik özellikleri ve yatırım tercihlerini 2000 yılında incelemişlerdir. Yazarlar çalışmalarında overconfidence etkisinin erkekler üzerinde yerel varlıklara yatırım yapma noktasında kadınlara nazaran daha fazla görüldüğünü tespit etmişlerdir.

Allan ve evans (2010) yaptıkları deneysel çalışmada deneyimin bireyler üzerinde overconfidence etkisini azaltmadığını, beklenen değer ile overconfidence bids arasında negatif ilişki olduğunu yani yüksek güven içeren teklifler neticesinde beklenen değere ulaşamadığını tespit etmişlerdir. Overconfidence hakkında yapılmış bir diğer deneysel çalışma Maciejovsky ve Kirchler'e aittir. Maciejovsky ve Kirchler (2002) birkaç aşamadan oluşan deneysel düzenek sonucunda, katılımcıların deney esnasında ne kadar tecrübe edindiklerine bağlı olarak, deneyin sonuna doğru o nispette kendilerine olan güvenlerinin arttığını tespit etmişlerdir. Deaves ve diğ. (2008) dizayn ettikleri çalışmayı pek çok ülkede uygulamış ve netice olarak calibration-based overconfidence'ın alım satım hacmini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar, çalışmalarında bunun yanında, yaşında ticari aktiviteyi etkilediğini tespit etmişlerdir.

2.2.4. Araştırmanın Konusu ve Hipotezleri

Tezin bu kısmında aşırı güven yanılığının yatırımcılar üzerinde meydana getireceği etkileri incelemektir. Bu amaçla aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H1= Cinsiyet işlem hacmini farklılaştırır.

H2= Cinsiyet portföy farklılaştırmaya neden olur.

H3= Medeni hal işlem hacmini farklılaştırır.

H4= Medeni hal portföy farklılaştırmaya neden olur.

H5= Gelir seviyesi işlem hacmini farklılaştırır.

H6= Gelir seviyesi portföy farklılaştırmaya neden olur.

H7= Eğitim seviyesi işlem hacmini farklılaştırır.

H8= Eğitim seviyesi portföy farklılaştırmaya neden olur.

H9= Yaş işlem hacmini farklılaştırır.

H10= Yaş portföy farklılaştırmaya neden olur.

H11= Sahip olunan iş işlem hacmini farklılaştırır.

H12= Sahip olunan iş portföy farklılaştırmaya neden olur.

2.2.4.1. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmanın uygulama kısmının ilk bölümündeki bilgiler buradaki ile aynıdır. Örneklem ait sıklık ve yüzde bilgileri aşağıda verilmiştir. Aşağıda toplamı 100'e ulaşmayan tablolar, yatırımcılar hakkında bilgi eksikliğinden dolayıdır.

Tablo 7. Örneklem Sıklık ve Yüzde Dağılımları

Yaş	Sıklık	Yüzde	Cinsiyet	Sıklık	Yüzde Dağılımı
18-25	1	0,01	Kadın	16	0,16
26-39	27	0,27	Erkek	84	0,84
40-55	55	0,55	Toplam	100	100
55-	17	0,17	Medeni Durum	Frekans	Yüzde Dağılımı
Toplam	100	100	Evli	73	0,73
Eğitim	Frekans	Yüzde Dağılımı	Bekar	15	0,15
İlköğretim	9	0,09	Bilinmiyor	12	0,12
Lise	21	0,21	Toplam	100	100
Lisans	43	0,43	Meslek	Frekans	Yüzde Dağılımı
Yüksek Lisans	3	0,03	Çalışmayan	2	0,02
Bilinmiyor	24	0,24	İşçi	5	0,05
Toplam	100	100	Memur	7	0,07
Aylık	Frekans	Yüzde	Serbest Meslek	16	0,16

Gelir Düzeyi		Dağılımı			
0-999 TL	28	0,28	Uzman	47	0,47
1.000 TL-2.499 TL	30	0,3	Ev Hanımı	3	0,03
2.500 TL-3999 TL	26	0,26	Emekli	19	0,19

Hisse senedi alım satım işlemlerinden türetilen işlem düzeyi ve portföy farklılaştırma düzeyi gün temelinde elde edilmiştir.. Portföy farklılaştırma araştırma tarihlerindeki günlerde portföydeki hisse senedi sayısını verir. Az sayıda hisse senedi risk algısının düşük olduğunu verir. İşlem hacmi, araştırma tarihlerindeki günlerde yapılan menkul kıymet ticaretinin toplam sayısını ifade etmektedir. Benzer şekilde risk algısı düşen yatırımcıların işlem hacimlerinin arttığı ileri sürülmektedir.

2.2.4.2. Bulgular ve Tartışma

Cinsiyetin işlem hacminde farklılaşmaya neden olup olmadığını T- testi vermektedir. H1 hipotezi doğrulanmıştır (Sig. 0,025; Sig. 2-tailed. 0,000). Cinsiyete göre işlem hacmi değişmektedir. Aşağıdaki ardı sıra gelen 2 tablo test sonuçları ile ilgilidir.

Tablo 8: Cinsiyete Göre İşlem Hacmi Değişkenliği

	Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
İşlem Hacmi	Erkek	2403	3,02	3,29	0,067
	Kadın	282	3,75	3,20	0,190

Tablo 9: Cinsiyete Göre İşlem Hacmi Değişkenliği Test Sonuçları

		Levene Testi (Eşit varyanslar için)		T-testi (Eşit ortalamalar için)						
		F	Sig.	t	df	Sig. 2-tailed	Ortalama farklar	Farkların standart hatası	Farkların güven aralığı % 95	
									Düşük	Yüksek
İşlem sıklığı	Eşit varyans	5,023	0,025	-3,512	2683	0,000	-0,7258	0,20667	-1,1310	-,3205
	Eşit olmaya n varyans			-3,588	354,339	0,000	-0,7258	0,20226	-1,1235	-,3280

Cinsiyetin portföy farklılaşmasına etkisini T- testi vermektedir. (Sig. 0,000; Sig. 2-

tailed. 0,000). Buna göre H2 hipotezi doğrulanmıştır. Kadın yatırımcılar daha fazla portföy farklılaşmasına gitmektedir. Aşağıdaki ardı sıra gelen 2 tablo test sonuçları ile ilgilidir.

Tablo 10: Cinsiyete Göre Portföy Dağılım Değişkenliği

	Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
Portföy Çeşitlen dirmesi	Erkek	2403	9,655	6,8685	0,1401
	Kadın	282	11,553	7,7592	0,4620

Tablo 11: Cinsiyete Göre Portföy Dağılım Değişkenliği Test Sonuçları

		Levene Testi (Eşit varyanslar için)		T-testi (Eşit ortalamalar için)						
		F	Sig.	t	df	Sig. 2-tailed	Ortalama farklar	Farkların standart hatası	Farkların güven aralığı % 95	
									Düşük	Yüksek
Portföy çeşitlen dirmesi	Eşit varyans	44,047	0,000	-4,326	2683	0,000	-1,897	0,43856	-2,7573	-1,0373
	Eşit olmayan varyans			-3,930	334,726	0,000	-1,897	0,48283	-2,8471	-,9475

Medeni halin işlem hacmi üzerinde etkisi T- testi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. (Sig. 0,000; Sig. 2-tailed. 0,000). Sonuçlara göre H3 hipotezi doğrulanmıştır. Bekar yatırımcılar daha yüksek hacimde işlem yapmaktadır. Aşağıdaki ardı sıra gelen 2 tablo test sonuçları ile ilgilidir.

Tablo 12: Medeni Hale Göre İşlem Hacmi Değişkenliği

	Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
İşlem Hacmi	Evli	2348	3,013	3,1172	0,0643
	Bekar	337	3,750	4,2570	0,2318

Tablo 13: Medeni hale göre İşlem Hacmi Değişkenliği Test Sonuçları

		Levene Testi (Eşit varyanslar için)		T-testi (Eşit ortalamalar için)						
		F	Sig.	t	df	Sig. 2-tailed	Ortalama farklar	Farkların standart	Farkların güven aralığı % 95	

						tailed		hatası	Düşük	Yüksek
İşlem Hacmi	Eşit varyans	53,111	0,000	-3,858	2683	0,000	-0,7375	0,19117	-1,1123	-0,3626
	Eşit olmayan varyans			-3,065	389,377	0,000	-0,7375	0,24065	-1,2106	-0,2644

Medeni halin portföy farklılaşması üzerindeki etkisi T- testi ile bulgulanmıştır. (Sig. 0,000; Sig. 2-tailed. 0,000). H4 hipotezi doğrulanmıştır. Bekar yatırımcılar yüksek portföy farklılaşmasına gitmektedir. Aşağıdaki ardı sıra gelen 2 tablo test sonuçları ile ilgilidir.

Tablo 14: Medeni Hale Göre Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği

	Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
Portföy Çeşitlendirmesi	Evli	2348	9,6303	6,8754	0,1418
	Bekar	337	11,4214	7,5699	0,4123

Tablo 15: Medeni Hale Göre Portföy Dağılım Düzeyi Değişkenliği Test Sonuçları

		Levene Testi (Eşit varyanslar için)		T-testi (Eşit ortalamalar için)						
		F	Sig.	t	df	Sig. 2-tailed	Ortalama farklar	Farkların standart hatası	Farkların güven aralığı % 95	
									Düşük	Yüksek
Portföy Çeşitlendirmesi	Eşit varyans	30,671	0,000	-4,414	2683	0,000	-1,7910	0,40579	-2,5867	-0,9953
	Eşit olmayan varyans			-4,107	419,433	0,000	-1,7910	0,43609	-2,6482	-0,9338

Gelir seviyesinin işlem hacmi üzerindeki etkisi One-way ANOVA testi ile verilmiştir. H5 hipotezi doğrulanmıştır (F= 3,530; Sig. 0,014). Scheffe testi verileri Tablo 16’da ifade. Buna göre aylık geliri 1.000-2.500 TL gelire sahip olanların işlem hacmi, aylık geliri 4.001 TL ve üzerinde olan yatırımcılardan düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 16. Aylık Gelir Grupları Açısından İşlem Hacmi Farklılıkları

(I) Aylık Gelir (TL)	(J) Aylık Gelir (TL)	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
1.000-2.500	4.001 ve üzeri	-0,4818	0,15587	0,023	-0,9178	-0,0458

Gelir seviyesinin portföy çeşitlendirmesine etkisi One-way ANOVA testi yapılarak incelenmiştir. H6 hipotezi doğrulanmıştır ($F= 35,384$; Sig 0,000). Scheffe testi bilgileri Tablo 17’dedir. Sonuçlara bakacak olursak, geliri 1.000 TL’ye kadar olan yatırımcıların portföy çeşitlendirme seviyesi aylık geliri 1.000-2.499 TL arasında olan yatırımcılardan ve 4.000 TL’nin üzerinde olan yatırımcılardan düşüktür. En düşük gelir grubuna (0-999 TL) mensup yatırımcıların marjinal tasarruf eğilimlerinin yüksek gelir gruplarına göre oldukça düşük olması bu sonuca neden olduğu ileri sürülebilir. 0-999 TL aylık gelire sahip olan yatırımcıların yatırıma ayırdıkları tutarın son derece düşük olduğu varsayıldığında portföylerini yüksek oranda çeşitlendirmeleri beklenmemektedir. Aylık geliri 2.500-4.000 TL arasındakilerin portföy çeşitlendirme seviyeleri ise 1.000-2.499 TL arasındakilerden ve 4.000 TL ve üzerinde olan yatırımcılardan düşüktür.

Tablo 17. Aylık Gelir Seviyesi Açısından Portföy Dağılım Düzeyi Değişkenliği

(I) Aylık Gelir (TL)	(J) Aylık Gelir (TL)	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
0-999	1.000-2.499	-6,7450	1,50997	0,000	-10,9688	-2,5212
0-999	4.001 ve üzeri	-6,4955	1,51895	0,000	-10,7444	-2,2466
1.000-2.499	2.500-4.000	2,8899	0,31808	0,000	2,0001	3,7796
2.500-4.000	4.001 ve üzeri	-2,6404	0,35831	0,000	-3,6427	-1,6381

Eğitim seviyesi ile işlem hacmi arasındaki ilişki One-way ANOVA testi ile bulgulanmıştır. H7 hipotezi doğrulanmıştır ($F= 18,854$; Sig 0,000). Scheffe testi bilgileri Tablo 18’dedir. Buna göre, lisansüstü eğitime sahip yatırımcıların işlem hacmi ilkökul, lise ve lisans mezunlarından düşüktür. Lise mezunlarının işlem hacmi ise, lisans mezunlarından yüksektir. Bu durumu lisansüstü eğitime sahip yatırımcıların finansal bilgi seviyesinin ve piyasaları anlama ve değerlendirme düzeylerinin diğer gruplardan

daha yüksek olduğu varsayımı ile açıklayabiliriz. Volatilitenin yüksek olduğu araştırma peryodunda lisansüstü eğitime sahip yatırımcılar çok fazla işlem yapmak istememiş olabilirler.

Tablo 18. Eğitim Seviyeleri Açısından İşlem Hacmi Değişkenliği

(I) Eğitim	(J) Eğitim	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
İlkokul	Lisansüstü	1,8201	0,46710	0,002	0,5134	3,1267
Lise	Lisans	0,914	0,14614	0,000	0,5054	1,3230
Lise	Lisansüstü	1,9773	0,36000	0,000	0,9702	2,9843
Lisans	Lisansüstü	1,0631	0,34643	0,024	0,0940	2,0321

Eğitimin portföy çeşitlendirmesi üzerinde farklılaşmaya sebep olup olmadığı One-way ANOVA testi ile incelenir. H8 hipotezi doğrulanmıştır (F= 41,720; Sig 0,000). Scheffe testi bilgileri Tablo 19’dadır. Sonuçlara göre, ilkokul mezunu yatırımcıların portföy çeşitlendirme seviyeleri lise ve lisans mezunlarından düşük, lisansüstü eğitime sahip yatırımcılardan yüksektir. Lise mezunu yatırımcıların portföy çeşitlendirme seviyeleri ise lisans ve lisansüstü eğitime sahip yatırımcılardan yüksektir. Son olarak, lisans mezunu yatırımcıların portföylerini çeşitlendirme seviyeleri lisansüstü eğitime sahip yatırımcılardan yüksektir. Genel olarak ifade etmek gerekirse, eğitim seviyesi arttıkça portföy çeşitlendirme seviyesinin düştüğünü görmekteyiz.

Tablo 19. Eğitim Seviyeleri Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği

(I) Eğitim	(J) Eğitim	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
İlkokul	Lise	-3,9711	0,72548	0,000	-6,0001	-1,9417
İlkokul	Lisans	-2,3961	0,69577	0,008	-4,3424	-0,4499
İlkokul	Lisansüstü	3,8144	0,98016	0,002	1,0726	6,5561
Lise	Lisans	1,5750	0,30665	0,000	0,7172	2,4327
Lise	Lisansüstü	7,7854	0,75542	0,000	5,6723	9,8985
Lisans	Lisansüstü	6,2105	0,72694	0,000	4,1771	8,2439

Yaş seviyesinin işlem hacmi üzerindeki etkisini One-way ANOVA testi verir. H9 hipotezi doğrulanmamıştır (F= 3,320; Sig 0,054). Yaş seviyesinin portföy farklılaştırma seviyesi üzerindeki etkisinin var olup olmadığı One-way ANOVA testi ile bulgulanmıştır. H10 hipotezi doğrulanmıştır (F= 140,397; Sig 0,000). Scheffe testi neticeleri Tablo 20’dedir. Buna göre, 26-39 yaş grubuna mensup yatırımcıların portföy

çeşitlendirme seviyeleri 40-55 yaş grubu yatırımcılardan yüksek, 56 ve üzeri yaş grubundaki yatırımcılardan düşüktür. 40-55 yaş grubundaki yatırımcıların portföy çeşitlendirme seviyesi ise 56 ve üzeri yaş grubundaki yatırımcılardan düşüktür. Genel olarak ifade etmek gerekirse, beklenildiği şekilde, yaş arttıkça portföy çeşitlendirme seviyesinin arttığı görülmektedir.

Tablo 20. Yaş Grupları Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği

(I) Yaş	(J) Yaş	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
26-39	40-55	2,9480	0,29842	0,000	2,217	3,678
26-39	56-	-2,6453	0,39286	0,000	-3,607	-1,683
40-55	56-	-5,5934	0,35427	0,000	-6,461	-4,725

Mesleğin işlem hacmi üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı One-way ANOVA testi ile incelenir. H11 hipotezi doğrulanmıştır ($F= 37,587$; Sig 0,000). Scheffe testi neticeleri Tablo 21’dedir. Buna göre, memurlar uzmanlardan, serbest meslek sahiplerinden, işçilerden ve emeklilerden daha yüksek işlem hacmine sahiptir. Ev hanımları da işlem aynı şekilde uzmanlardan, serbest meslek sahiplerinden, işçilerden ve emeklilerden daha yüksek işlem hacmine sahiptir.

Tablo 21. Meslek Grupları Açısından İşlem Hacmi Değişkenliği

(I) Meslek	(J) Meslek	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
Uzman	Memur	-1,8972	0,19796	0,000	-2,556	-1,238
Uzman	Ev hanımı	-2,2560	0,30920	0,000	-3,285	-1,226
Serbest Meslek	Memur	-2,2827	0,26158	0,000	-3,153	-1,411
Serbest Meslek	Ev hanımı	-2,6415	0,35333	0,000	-3,818	-1,465
İşçi	Memur	-2,9784	0,37156	0,000	-4,215	-1,741
İşçi	Ev hanımı	-3,3372	0,44099	0,000	-4,805	-1,868
Memur	Emekli	2,4581	0,24485	0,000	1,642	3,273
Emekli	Ev hanımı	-2,8169	0,34113	0,000	-3,952	-1,681

Sahip olunan mesleğin portföy çeşitlendirilmesi üzerindeki etkisi One-way ANOVA testi ile yapılır. H12 hipotezi doğrulanmıştır ($F= 127,676$; Sig 0,000). Scheffe testi

neticeleri Tablo 22’dir.

Tablo 22. Meslek Grupları Açısından Portföy Dağılım Seviyesi Değişkenliği

(I) Meslek	(J) Meslek	Ortalama Farklar (I-J)	Standart Hata	Anlamlılık	%95 Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
Uzman	Serbest Meslek	3,4582	0,40784	0,000	2,100	4,816
Uzman	İşçi	5,3077	0,66178	0,000	3,104	7,511
Uzman	Memur	-5,9543	0,39097	0,000	-7,256	-4,652
Uzman	Emekli	-2,1080	0,36508	0,000	-3,323	-0,8924
Uzman	Ev hanımı	-8,4407	0,61068	0,000	-10,474	-6,407
Serbest Meslek	Memur	-9,4125	0,51662	0,000	-11,132	-7,692
Serbest Meslek	Emekli	-5,5662	0,49732	0,000	-7,222	-3,910
Serbest Meslek	Ev hanımı	-11,8988	0,69783	0,000	-14,222	-9,575
İşçi	Memur	-11,2620	0,73383	0,000	-13,705	-8,818
İşçi	Emekli	-7,4157	0,72038	0,000	-9,814	-5,017
İşçi	Ev hanımı	-13,7484	0,87097	0,000	-16,648	-10,848
Memur	Emekli	3,8463	0,48358	0,000	2,236	5,456
Memur	Ev hanımı	-2,4863	0,68811	0,023	-4,777	-0,195
Emekli	Ev hanımı	-6,3326	0,67373	0,000	-8,576	-4,089

Buna göre, doktor, mühendis, akademisyen gibi uzmanlık gerektiren bir meslek grubunda olanların portföy çeşitlendirme seviyeleri serbest meslek sahiplerinden ve işçilerden yüksek, memurlardan, emeklilerden ve ev hanımlarından düşüktür. Serbest meslek sahipleri ve işçiler ise, portföylerini memurlardan, emeklilerden ve ev hanımlarından daha düşük oranda çeşitlendirmektedirler. Memurların portföy çeşitlendirme seviyesine bakıldığında ise, emeklilerden yüksek, ev hanımlarından düşük olduğunu görmekteyiz. Son olarak emeklilerin ev hanımlarından daha düşük oranda portföylerini çeşitlendirdikleri görülmektedir.

2.2.4.3. Uygulama Sonucu

Akerlof ve Shiller (2009) çalışmalarında güvenin ekonomileri nasıl etkilediğini, ekonomik bunalım zamanlarında birey ve kurumlardaki düşük güvenin nasıl artırılması gerektiğini ve finansal krizler ile güven arasındaki ilişkiyi incelerler. Ekonomik bireylerde ve kurumlarda güven azlığı ekonomileri olumsuz bir şekilde etkilerken,

güven fazlalığı da kendisinden beklenen sonuçlara ulaşmada hem bireyleri hem de kurumları hayal kırıklığına uğratabilecek mahiyettedir. Kendine fazla güven, bireylerde kendi yetenekleri ve bilgisine olduğundan daha fazla değer vermeye neden olur. Bu durum, sonuçları itibarıyla çok etkili yanılsamalara neden olabilmektedir. Aşırı güven bireylerde yanlış değerlendirmeler yapmaya, uçuk kaçık beklentiler içerisine girmeye, sonuçları tehlikeli olabilecek kararlar almaya ve beklentinin tam tersi ile karşılaşmaya sebep olabilir. Örneğin Odean (1998), Barber and Odean (2001) gibi pek çok araştırmacı overconfidence biası ile hareket eden yatırımcılarının daha yüksek gelir elde etme olan maksatlarının tersi ile karşılaştıklarını tespit etmişlerdir. Aşırı güven ön yargısı yatırımcıları çok büyük bir olasılıkla zengin etmeyecektir. Peterson (2004), Green and Watcher (2005) ve Crough ve diğerleri'de (2008) kurumlara olan aşırı güvenin ekonomiye olan olumsuz etkilerinden bahsetmektedirler. Bu noktada yapılması gereken, piyasalarda low ya da overconfidence ile hareket edilmesinin önüne geçmek, bunun yerine hem bireyler hem de kurumlar için olması gerekli olan dengeli güvenin tesis edilmesini sağlamak olmalıdır.

Bu çalışmada bireylerin finansal yatırımlarında overconfidence biası etkisi altında kalma açısından demografik özelliklerine göre bir farklılaşmanın olup olmadığını tespit edilmeye çalışıldı. Analiz sonuçlarına göre hem işlem hacmi hem de portföy çeşitlendirmesi açısından yatırımcıların sahip oldukları mesleğin, eğitim ile gelir seviyesinin, medeni halin ve cinsiyetinin aşırı güven ön yargısına maruz kalmada farklılaştığı görülmüştür. Yatırımcıların yaşlarının işlem hacmine göre aşırı güven önyargısına maruz kalma açısından farklılaştığı tespit edilememiş fakat bu farklılaşma portföy çeşitlendirmesinde tespit edilmiştir.

SONUÇ

Geleneksel Finans Teorisi finansal kararları salt rasyonel düşünceye dayandırır. Geleneksel finans teorisyenleri tarafından ortaya atılan bu görüş insanın her zaman rasyonel hareket etmeyeceği gerekçesi ile sıklıkla eleştirilmiştir.

Zaman zaman eleştirilere maruz kalan Geleneksel Finans Teorisi zamanla değişkenlik göstermiş, yatırımcıların yatırım kararlarını sadece beklenti ve riske göre vermesi, bütün yatırımcıların rasyonel olup, rasyonel düşündüklerini iddia eden varsayımlara yerini bırakmıştır.

Davranışçı Finans, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıklarını, insanların finansal bir karar alacağında psikolojik ve sosyal eğilimlere maruz kalabileceklerini öne sürmüştür. Gerçekten de insanlar verdikleri kararlarda ön yargı, inanç, mutlu ya da mutsuz olmaları, kendilerine aşırı güvenme vb. duygusal hareketler ile sistematik hatalar yapabilmekte ve bu hatalar da finansal kararlarını etkileyebilmektedir.

Bireysel yatırımcılar finansal karar aldıkları zaman her zaman mantıklı davranamaz, duyguları mantıklarının önüne geçebilir. Davranışçı Finans psikoloji, sosyoloji ve antropoloji ile yakın ilişki içerisinde. Davranışçı finans temsili yatırımcı modeli (muhafazakarlık, temsililik, yanılgısı) aşırı güven, kendine atfetme modeli, yanlış kendine atfetme (Biased Self Attribution), interaktif ilişkiler modeli (Hong ve Stein Modeli), haber avcılığı (Newswatchers), momentum yatırımcıları, bilişsel çelişki, belirsizlikten kaçınma, aşinalık, kötümserlik ve iyimserlik gibi ruh halleri, zihinsel (Mental) muhasebe, aşırı iyimserlik yanlılığı (Optimizm), genele uyma, teamüle aykırı davranmama (Sürü Psikolojisi), mizaç (Pişmanlıktan Kaçınma) etkisi, bağlılık önyargısı, bireysel özellikler ve sosyal etkiler bağlamında modellenmektedir.

Yatırımcılar bazen en emin oldukların da bazen de kendilerine aşırı güvendiklerinde kayba uğrayabilmektedir. Bireysel yatırımcılar kazançlarını artırmak amacıyla pek çok alternatifin yanında portföy yatırımı yaparlar. Çoğu zaman bu yatırımlar farklı risk seviyelerine sahiptir ve yatırımcılar farklı seviyelerdeki bu riskleri değerlendirerek portföy yatırımlarında bulunurlar. Portföy seçimi ve çeşitlendirmesi gibi riskli yatırım kararları sürecinde bireysel yatırımcılar pek çok faktörün tesiri altında karar verirler. Bunlar arasında gelir seviyesi, yaş, cinsiyet, eğitim durumu, medeni durum ve sahip olunan mesleğin nitelik ve nicelik seviyesi gibi demografik, sosyal ve ekonomik faktörler yer

almaktadır.

Piyasada bireysel yatırımcıların karar verdikleri ve finansal yatırım yaptıkları zaman cinsiyet, yaş, eğitim, gelir açısından aldıkları finansal kararlarda fark olduğu belirtilmektedir. Bu araştırmanın önemi yukarıda uygulaması yapılan bazı modellerin etkisini test etmek ve test varsayımları altında sonuca ulaşmak için yapılmıştır.

Çalışmada geleneksel finans terosinin yetersizliği sonrası ortaya çıkan davranışçı finans modellerinin kavramsal çerçevesi çizilmiş, davranışçı finans modelleri açıklanmış ve iki uygulamaya yer verilmiştir. Uygulamalardan birisi “Kurumsal olmayan yatırımcıların Yatırım Kararları üzerinde etkili düzüşünsel ve zihinsel etmenlerin tespitidir. Yaş farkı açısından risk algısı değişkenliği, sahip olunan iş açısından risk algısı farklılıkları, eğitim seviyesi açısından risk algısı farklılıkları, gelir grupları açısından risk algısı farklılıkları ve cinsiyet açısından risk algısı farklılıklarına ait örneklemeler üzerinden bulgulara ulaşılmıştır.

İlk uygulamada bireysel yatırımcıların yaşlarının, gelir ile eğitim düzeylerinin, cinsiyetlerinin ve mesleklerinin algılanan riskleri üzerinde etkili oldukları tespit edilmiştir. Yatırımcıların medeni hallerinin algılanan risk üzerinde bir etkisi tespit edilememiştir. Medeni hal hariç yatırımcıların diğer özellikleri yatırımcıların kararlarında algılanan risk üzerinde etkili olmak suretiyle söz konusu araştırma süresi içerisinde farklılaşmaya neden olduğu görülmüştür.

Uygulamalardan bir diğeri ise “Sosyal ,ekonomik ve kişisel etmenlere göre aşırı güven önyargısına maruz kalma düzeyi açısından farklılıkların analizi”ne yönelik olup; burada kişisel ve sosyal ekonomik faktörlere göre aşırı güven önyargısına maruz kalma durumu test edilmiştir.

Cinsiyet açısından işlem hacmi farklılığı ve portföy çeşitlendirmesi farklılığı; medeni hal açısından işlem hacmi farklılığı ve portföy çeşitlendirme seviyesi farklılığı; sahip olunan gelir seviyesi açısından işlem hacmi farklılıkları ve portföy çeşitlendirme seviyesi farklılıkları; sahip oluna diploma açısından işlem hacmi farklılıkları ve portföy çeşitlendirme seviyesi farklılıkları; yaş seviyesine göre portföy çeşitlendirme seviyesi farklılıkları; sahip oluna mesleğe göre işlem hacmi farklılıkları ve portföy çeşitlendirme seviyesi farklılıkları’na ilişkin örneklemeler üzerinden bulgulara ulaşılmıştır.

İkinci uygulama sonucuna göre bireylerin finansal yatırımlarında overconfidense biası

etkisi altında kalma açısından demografik özelliklerine göre bir farklılaşmanın olup olmadığını tespit edilmeye çalışıldı. Analiz sonuçlarına göre hem işlem hacmi hem de portföy çeşitlendirmesi açısından yatırımcıların sahip oldukları mesleğin, eğitim ile gelir seviyesinin, medeni halin ve cinsiyetinin aşırı güven ön yargısına maruz kalmada farklılaştığı görülmüştür. Yatırımcıların yaşlarının işlem hacmine göre aşırı güven önyargısına maruz kalma açısından farklılaştığı tespit edilememiş fakat bu farklılaşma portföy çeşitlendirmesinde tespit edilmiştir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

- ABREU, M., (2014). Individual Investors' Behavioral Biases. Teaching Economics *Working Papers*, ISSN No: 2182-1356, 53 pages, :<http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/7439/1/TEWP012014.pdf>
- ABREU, M., Mendez, V. (2010), *Financial Literacy And Portfolio Diversification*. Quantitative Finance, 10(5), 515-528”
- AGNEW, J., Balduzzi, P., Sunden, A. (2003), *Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan*. The American Economic Review, 93(1), 193-215.
- AKERLOF, G. A., Shiller, R.J., (2009). Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism. Princeton, NJ: Princeton University Press
- ALLEN, W. D., Evans, D. A., (2005). Bidding and Overconfidence in Experimental Financial Markets. *The Journal of Behavioral Finance*, 6 (3), 108–120
- ARANO, K., Parker, C., Terry, R. (2010), *Gender-Based Risk Aversion And Retirement Asset Allocation*. Economic Inquiry, 4(1), 147-155.
- BAJTELSMITA, V., Bernasek, A. (1996), *Why Do Women Invest Differently Than Men?*. Financial Counseling and Planning, 7, 1-10
- BAJTELSMITA, V., Bernasek, L., Alexandra, J., Nancy, A. (1999), *Gender Differences in Defined Contribution Pension Decisions*. Financial Services Review, 8, 1–10.
- DAWES, R.M., Mulford, M., (March,1996). The False Consensus Effect and Overconfidence: Flaws in Judgment or Flaws in How We Study Judgment?. *Organizational Behavior And Human Decision Processes*, 65 (3), 201–211
- DÖM, Serpil (2003). Yatırımcı Psikolojisi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Değişim Yayınları, İstanbul, s.61.
- ECKEL, C.C., Grossman, P.J. (2002), *Sex Differences and Statistical Stereotyping in Attitudes Toward Financial Risk*. Evolution and Human Behavior, 23, 281-295.
- SHEFRIN, H., (2002). Beyond Greed and Fear. Oxford University Press

Sürekli Yayınlar

- BARAK, Osman (2008), “İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 10 / 1 ss. 196, 212
- BARBER B, Odean T; (2001). Boys Will Be Boys? Gender, Overconfidence And Common Stock Investment., *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292
- BARBER, B.M., Odean, T., (1999). Too Many Cooks Spoil the Profits: The Performance of Investment Clubs. *Financial Analyst Journal*, 56(1), 17-26
- BERTAUT, C., Starr-Mccluer, M. (2000) *Household Portfolios In The United States*. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200026/200026pap.pdf> 02.12.2013.
- BIAIS, B., Hilton, D., Mazurier, K., Pouget, S., (2005). Judgemental Overconfidence, Self-Monitoring, and Trading Performance in an Experimental Financial Market. *Review of Economic Studies*, 72, 287-312
- BOSTANCI, Faruk (2003), *Davranışçı Finans*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yeterlilik Etüdü, Yayın No: 157, Ankara.
- BYRNES, J.P., Miller, D.C., *Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis*. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383.
- CAMERER, C., Lovallo, D., (1999). Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach. *The American Economic Review*, 89 (1), 306-318
- CAMERER, C., Lovallo, D., (Mar., 1999). Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach. *The American Economic Review*, 89 (1), 306-318
- CAN, Yeşim (2012), “İktisatta Psikolojik İnsan Faktörü: Davranışsal İktisat”, Kırklareli Üniversitesi Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, Cilt 4, No 2, s.97.
- CHARNESS, G., Gneezy, U. (2007), *Strong Evidence For Gender Differences In Investment*. Working Paper: Economics Department, University Of California, Santa Barbara, Ca.
- CHARNESS, G., Gneezy, U. (2012, Jun), *Strong Evidence For Gender Differences in Risk Taking*. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(1), 50-68.

- BEN-DAVID, I., Graham, J.R., Harvey, C.R., (2007). Managerial Overconfidence And Corporate Policies. *NBER Working Paper* No. 13711, Pages:55
- COOPER, W.W., Kingyens, Angela T., Paradi, Joseph C. (2014), *Two-Stage Financial Risk Tolerance Assessment Using Data Envelopment Analysis*. *European Journal of Operational Research* 233, 273–280.
- CROUHY, M. G., Jarrow, R. A., Turnbull, S. M., (2007). The Subprime Credit Crisis of 2007. *The Journal of Derivatives*, 16(1), 81-110
- DANIEL K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998), Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *Journal of Finance*, 53(6),1839–1885.
- DEAVES, R., Lüders, E., Luo, G. Y., (2009). An Experimental Test of the Impact of Overconfidence and Gender on Trading Activity. *Review of Finance*, 13 (3), 555-575
- DWYER, P.D., Gilkeson, J.H., List, J.A. (2002), *Gender Differences in Revealed Risk Taking: Evidence From Mutual Fund Investors*. *Economic Letters* 76,151-158.
- DOHMEN, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., Wagner, G. G. (2011), *Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants And Behavioral Consequences*. *Journal of The European Economic Association*, 9(3), 522–550.
- DONKERS, B., Melenberg, B., Van Soest, A. (2001), *Estimating Risk Attitudes Using Lotteries: A Large Sample Approach*. *The Journal of Risk and Uncertainty*, 22(2), 165-195.
- DONKERS, B., Van Soest, A. (1999), *Subjective Measures of Household Preferences and Financial Decisions*. *Journal of Economic Psychology*, 20, 613-642
- DUNNING, D., & Story, A. L. (1991). Depression, Realism, And The Overconfidence Effect: Are The Sadder Wiser When Predicting Future Actions And Events? *Journal of Personality and Social Psychology*, 61, 521–532
- FAFF, R., Hallahan, T., Mckenzie, M. (2011), *Women and Risk Tolerance in an Aging World*. *International Journal of Accounting and Information Management*, 19(2), 100-117.
- FAMA, E.F. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns, And Behavioral Finance.

- FELLNER, G., Maciejovsky, B. (2007), *Risk Attitude And Market Behavior: Evidence From Experimental Asset Markets*. *Journal of Economic Psychology*, 28, 338-350.
- FENTON-O'CREEVY, M., Nicholson, N., Soane, E., Willman, P., (2003). Trading On Illusions: Unrealistic Perceptions of Control and Trading Performance, *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 73, 53–68.
- FORBES, D. P., (2005). Are some entrepreneurs more overconfident than others?, [*Journal of Business Venturing* 20 \(5\)](#), 623–640
- FRIESEN, G., Weller, P., (2006). Quantifying Cognitive Biases in Analyst Earnings Forecasts. [*Journal of Financial Markets* 9\(4\)](#), November 2006, 333–365
- GREEN, R., Watcher, S. W., (2005). The American Mortgage In Historical And International Context. *Journal Of Economic Perspectives*, 19(4), 93-114
- GUERRERO, F.L., Stone, G.R., Sundali, J.A. (2012, Spring), *Fear in Asset Allocation During And After Stock Market Crashes An Experiment in Behavioral*. *Finance The Journal of Behavioral Finance & Economics*, 2(1), 50-81.
- GUIISO, L., Jappelli, T. (2005), *Awareness And Stock Market Participation*. *Review of Finance*, 9, 537–567.
- GRINBLATT, M., Keloharju, M., Linnainmaa, J. (2011), *IQ And Stock Market Participation*. *The Journal of Finance*, 66(6), 2121-2164.
- GRINBLATT, M., Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *Journal of Finance*, 64(2), 549-578.
- HARRISON, G.W., Lau, M.I., Rustrom, E.E. (2007), *Estimating Risk Attitudes in Denmark: A Field Experiment*. *The Scandinavian Journal of Economics*, 109(2), 341-368.
- HEATON, J., Lucas, D. (2000), *Portfolio Choice and Asset Prices; The Importance of Entrepreneurial Risk*. *Journal of Finance*. 55(3), 1163-1198.
- HUANG, J., Kisgen, D.J., (2013). Gender And Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives?. [*Journal of Financial Economics*, 108 \(3\)](#), June 2013, 822–839
- JIANAKOPOLOS, N.A., Bernasek, A. (1998, October), Are Women More Risk Averse?.

Economic Inquiry. 36(4), 620-630.

- KARLSON A., Norden, L., (2007). Home Sweet Home: Home Bias and International Diversification Among Individual Investors. *Journal Of Banking and Finance*, 31 (2), 317-333
- KORNIOTIS, G.M., Kumar, A. (2011), *Do Older Investors Make Better Investment Decisions?*. The Review of Economics And Statistics, 93(1), 244-265
- LEE, K., Miller, S., Velasquez, N., Wann, C., (2013). The Effect of Investor Bias and Gender on Portfolio Performance and Risk. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7 (1)
- LEWELLEN, W.G., Lease, R.C., Schlarbaum, G. (1977). Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors, *Journal of Business*, 50, 296-333.
- LOVE, D. (2010), *The Effects of Marital Status And Children on Savings And Portfolio Choice*. Oxford Journals, Review Of Financial Studies, 23(1), 385-432.
- MACIEJOVSKY B., Kirchler E., (2002). Simultaneous Over- and Underconfidence: Evidence from Experimental Asset Markets, *Journal of Risk and Uncertainty*, 25(1), 65–85
- MALMENDIER, U., Tate, G., (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. [*Journal of Financial Economics*](#) ,89 (1), 20–43
- MALMENDIER, U., Tate, G., Yan, J., (2011). Overconfidence and Early-life Experiences: The Impact of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal Of Finance*, [66 \(5\)](#), 1687–1733.
- MALONE, K., Steward, S. D., Wilson, J., Korsching, P.F., (2009), *Perceptions of Financial Well-Being Among American Women in Diverse Families*. Journal of Family And Economic Issues, 31, 63- 81.
- MASSA, M., Simanov, A. (2005), *Behavioral Biases And Investment*. Review of Finance, 9, 483–507.
- NEALE, M. A., Bazerman, M. H. (1985). The Effects Of Framing and Negotiator Overconfidence On Bargaining Behaviors And Outcomes. *Academy of Management Journal*, 28(1), 34-49
- ODEAN, T., (1998). Volume, volatility, price and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*. 5, 1887-1934.

- POWELL, M., Ansic, D. (1997), *Gender Differences in Risk Behaviour in Financial Decision-Making: An Experimental Analysis*. Journal of Economic Psychology, 18, 605-628.
- RILEY, W.B., Chow, K.V. (1992, November-December), *Asset Allocation And Individual Risk Aversion*. Financial Analysts Journal, 48(6), 32-37.
- RITTER, J.R., (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 429 – 437
- ROOIJ, M. V., Lusardi, A., Alessie, R. (2011), *Financial Literacy and Stock Market Participation*. Journal of Financial Economics, 101, 449–472.
- ROOIJ, M.V., Lusardi, A., Alessie, R. (2011), *Financial Literacy And Retirement Planning in The Netherlands*. Journal of Economic Psychology, 32, 593–608.
- RUSSO, J.E., Schoemaker, Paul J.H. (Winter 1992). Managing of The Overconfidence. *Sloan Management Review*, 1, 6-17
- SAMANEZ-LARKIN, G.R., Kuhnen, C.M, Yoo, D.J., Knutson, B. (2010), *Variability in Nucleus Accumbens Activity Mediates Age-Related Suboptimal Financial Risk Taking*. The Journal of Neuroscience, 30(4), 1426-1434.
- SCHAEFER, Peter S., Williams, C. C., Goodie, A. S., Campbell, W. K., (2004). Overconfidence and the Big Five. *Journal of Research in Personality* 38, 473–480
- SCHEINKMAN, J. A., Xiong, W., (2003). Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy*, 111, (6), 1183-1220
- SEFİL, Sinem ve H.K. Çilingiroğlu (2011), “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:19, ss.247-248.
- SODENBERG, J. S. (2012), *Self-Directed Pensions: Gender, Risk, and Portfolio Choices*. The Scandinavian Journal of Economics, 114(3), 705–728.
- STATMAN, M., Thorley, S., Vorking,. (2006) Investor Overconfidence and Trading Volume. *The Review of Financial Studies*, 19 (4), 1531-1565.
- ÜLKÜ, Numan (2001). “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, İMKB Dergisi Cilt: 5, Sayı: 17, ss.46,107

- WANG, M., Keller C., Siegrist, M., *The Less You Know, The More You Are - Afraid Of A Survey On Risk Perceptions Of Investment Products*. The Journal of Behavioral Finance, 12(1), 9-19.
- WATSON, J., McNaughton, M. (2007), *Gender Differences in Risk Aversion And Expected Retirement Benefits*. Financial Analysts Journal, 63(4), 52-66.
- WOLFE, R. N., & Grosch, J. W. (1990). Personality correlates of confidence in ones decisions. *Journal of Personality*, 58, 515–534
- ZACHARAKIS, A. L.,. Stepherd, D.A., (2001). The Nature of Information and Overconfidence On Venture Capitalists' Decision Making. *Journal of Business Venturing*, 16, 311-332

Diğer Kaynaklar

- AGHALAROVA, Mirsariyya (2013), Bireylerin Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Davranışçı Finans Modelleri: Azerbaycan Ve Türkiye Uygulaması, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya, ss.26-44.
- ATEŞ, Alper (2007), Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, ss. 46,75
- BADUNENKO, O., Barasinska, N., Schafer, D. (2011), *Risk Attitudes And Investment Decisions Across European Countries – Are Women More Conservative Investors Than Men?*. Discussion Papers // German Institute For Economic Research, (928) <https://www.econstor.eu/Dspace/Bitstream/10419/29816/1/61040878x.Pdf>.
- BAKER, M., Bradley, B., Wurgler, J., (2009). A Behavioral Finance Explanation for the Success of Low Volatility Portfolios. NYU Stern School of Business and NBER, Working Paper. 22 pages, <http://dl4a.org/uploads/pdf/wp0929.pdf>
- BODUR, Yusuf Ali (2016), Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörlerin Aşırı Güven Açısından Değerlendirilmesi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Pamukkale, ss.27-33.
- CHEN, G. Kim, K. A., Nofsinger, J. R., Rui, O. M., (2007). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors. *Journal of Behavioral Decision Making*. 20, 425–451
- CHRISTIANSEN, C., Joensen, J.S., Rangvid, J. (2005), *Do More Economists Hold Stocks?*. Centre For Analytical Finance Working Paper Series N°206: University Of Aarhus, Aarhus School Of Business.
- EMBREY, L.L., Fox, J.J. (1997), *Gender Differences in The Investment Decision-Making Process*. Financial Counseling and Planning, 8(2), 33-40.
- EMEKTAR, B. (2011), *Pay Senedi Piyasasında Bireysel Yatırımcı Davranışlarını Belirleyen Güdüler Ve İmkb’de Bir Uygulama*. Kocaeli University, Social Sciences Institutes.
- ERGÜN, Bahadır (2009). Piyasa Anomalileri ve Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB’de Araştırılması, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, s.39.
- GERVAIS. S., Odean, T., (Spring 2001). Learning to Be Overconfident, The Review of

- GLASER, M., Weber, Markus., (June 2007). Overconfidence and Trading Volume. *Geneva Risk & Insurance Review*, 32 (1), 1-36
- GRAHAM, J.R., Harvey, C.R., Huang, H., (2009). Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. *Management Science*, 55 (7), 1094–1106
- GÜMÜŞ, F. Burak ve Diğerleri (2013), “Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması”, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bilimi Dergisi, Sayı:6 ss.79
- GEORGARAKOS, D., Inderst, R. (2014), Financial Advice And Stock Market Participation. [Http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=2444945](http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=2444945) Cepr No. Dp9922.
- HAN, B., Lee, Y., Liu, Y. (2009, January), *Investor Trading Behavior And Performances: Evidence From Taiwan Stock Index Options*. McCombs Research Paper Series, Fin-06-09 File:///C:/Users/Sau/Desktop/Downloads/Ssrn-İd1343270.Pdf.
- HARTOG, J., Ferrer-I-Carbonell, A., Jonker, N. (2002), *Linking Measured Risk Aversion To Individual Characteristics*. Kyklos, 55, 1, 3–26, [Http://Www.Wiley.Com/WileyCda/](http://Www.Wiley.Com/WileyCda/)
- HIRSHLEIFER, D., (2014). Behavioral Finance. Munich Personal Repec Archive Paper No: 59028, 69 pages, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/59028/1/MPRA_paper_59028.pdf
- JAPPELLI, T., Padula, M. (2011, July), Investment in Financial Literacy And Saving Decisions. Cfs Working Paper, [Http://Www.Econstor.Eu/Bitstream/10419/57354/1/647478986.Pdf](http://Www.Econstor.Eu/Bitstream/10419/57354/1/647478986.Pdf).
- KEMPF, A., Merkle, C., Niessen-Ruenzi, A. (2014), Low Risk And High Return – Affective Attitudes And Stock Market Expectations. *European Financial Management*, 20(5), 995–1030.
- KLAYMAN, J., Soll, J.B., Barlas, S., (September 1999). Overconfidence: It Depends on How, What, and Whom You Ask. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 79 (3), 216–247
- KOELLINGER, P., Minniti, M., Schade, C., (May 2005) “I Think I Can, I Think I Can”: Overconfidence and Entrepreneurial Behavior. *German Institute for Economic Growth Discussion Paper* 501, 31pages, <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/18352/1/dp501.pdf>

- KUMAR, A., Lim, S.S., (2008). How Do Decision Frames Influence the Stock Investment Choices of Individual Investors? *Management Science*, 54 (6), 2008
- LUSARDI, A., Mitchell, O.S. (2005, December), *Financial Literacy and Planning: Implications For Retirement Wellbeing*. Michigan Retirement Research Center Working Paper,
<http://Deeplblue.Lib.Umich.Edu/Bitstream/Handle/2027.42/49432/Wp108.Pdf?Sequence=1>.
- MASSA, M., Simanov, A. (2003), *Behavioral Biases And Portfolio Choice*. Annual Conference Paper, faculty.insead.edu.
- NEELAKANTAN, U. (2010), *Estimation and Impact of Gender Differences in Risk Tolerance*. *Economic Inquiry*, 48(1), 228–233.
- ODEAN, T., (2000). Do Investors Trade Too Much?
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94143
- OLIVARES, O. J. (1993). Overconfidence and personality: Do individual differences exist in the way people make confidence judgments? *Unpublished Dissertation*, Texas A&M University.
- PETERSON, C.L., (2008) Over-Indebtedness, Predatory Lending, and the International Political Economy of Residential Home Mortgage Securitization: Comparing the U.S. Subprime Home Mortgage Lending Crisis to Home Finance in the United Kingdom, Germany, and Japan. Working Papers Series, 33 pages,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1083184
- RODRÍGUEZ, Javier (2002), *Essays In Behavioral Finance*, A Dissertation Presented To The Faculty of The C.T. Bauer College of Business University of Houston, In Partial Fulfilment Of The Degree Doctor of Philosophy, December 2002, pp. 1-66.
- ROUSSANOV, N., Savor, P. (2013) *Status, Marriage, And Managers' Attitudes To Risk*
http://Sites.Temple.Edu/Psavor/Files/2013/08/Status_Managers_Draft_2013_04_23.Pdf.
- RUSSO, J.E., Schoemaker, Paul J.H.(1989) Decision Traps: Ten Barriers to Brilliant Decision-Making and how to Overcome Them. A review by Thanh Pham <http://http-server.carleton.ca/~aramirez/4406/Reviews/TPham.pdf>
- SAPIENZA, P., Zingales, L., Maestripieri, D. (2009), *Gender Differences in Financial Risk Aversion and Career Choices Are Affected By Testosterone*. 106(36), 15268-15273.

SKALA, D., (2008). Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review. *MPRA Paper No. 26386, Financial Markets and Institutions*, 33-50
http://mpra.ub.uni-muenchen.de/26386/1/mpra_paper_26386.pdf

STEINBERG, L., Cauffman, E. (1996), *Maturity of Judgment in Adolescence: Psychosocial Factors in Adolescent Decision Making*. *Law and Human Behavior*, 20(3), 249-272.

SODENBERG, J.S., *Pension Wealth: Gender, Risk And Portfolio Choices*.
<http://Citeseerx.Ist.Psu.Edu/Viewdoc/Download?Doi=10.1.1.202.8912&Rep=Rep1&Type=Pdf>

SÖNMEZ, Türkay (2010). Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB’de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma, (Basılmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, s.97

TAŞPUNAR, S, (2010), Uluslararası Finansal Piyasalar Dersi Araştırma Ödevi, (İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Anabilim Dalı), http://serpam.org/wp-content/uploads/Davranissal_Finans.pdf, ss. 3,13

VISSING-JØRGENSEN, A. (2003). Perspectives On Behavioral Finance: Does “Irrationality” Disappear With Wealth? Evidence From Expectations And Actions. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 139–194.

VISSING-JØRGENSEN, A. (2005), *Perspectives on Behavioral Finance: Does "Irrationality" Disappear With Wealth? Evidence From Expectations And Actions*. MIT Press: Nber Macroeconomics Annual, 18, 139-208, <http://Www.Nber.Org/Chapters/C11443.Pdf>.

ÖZGEÇMİŞ

1981 yılında Sakarya'nın Akyazı İlçesinde doğan Yusuf DAYIOĞLU, ilk ve orta öğrenimini Akyazı'da tamamladıktan sonra, Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünden 2003 yılında lisans derecesini aldı. Hali hazırda bir kamu bankasında yönetici olarak çalışmaktadır. Evli, biri kız biri erkek iki çocuk babasıdır.

